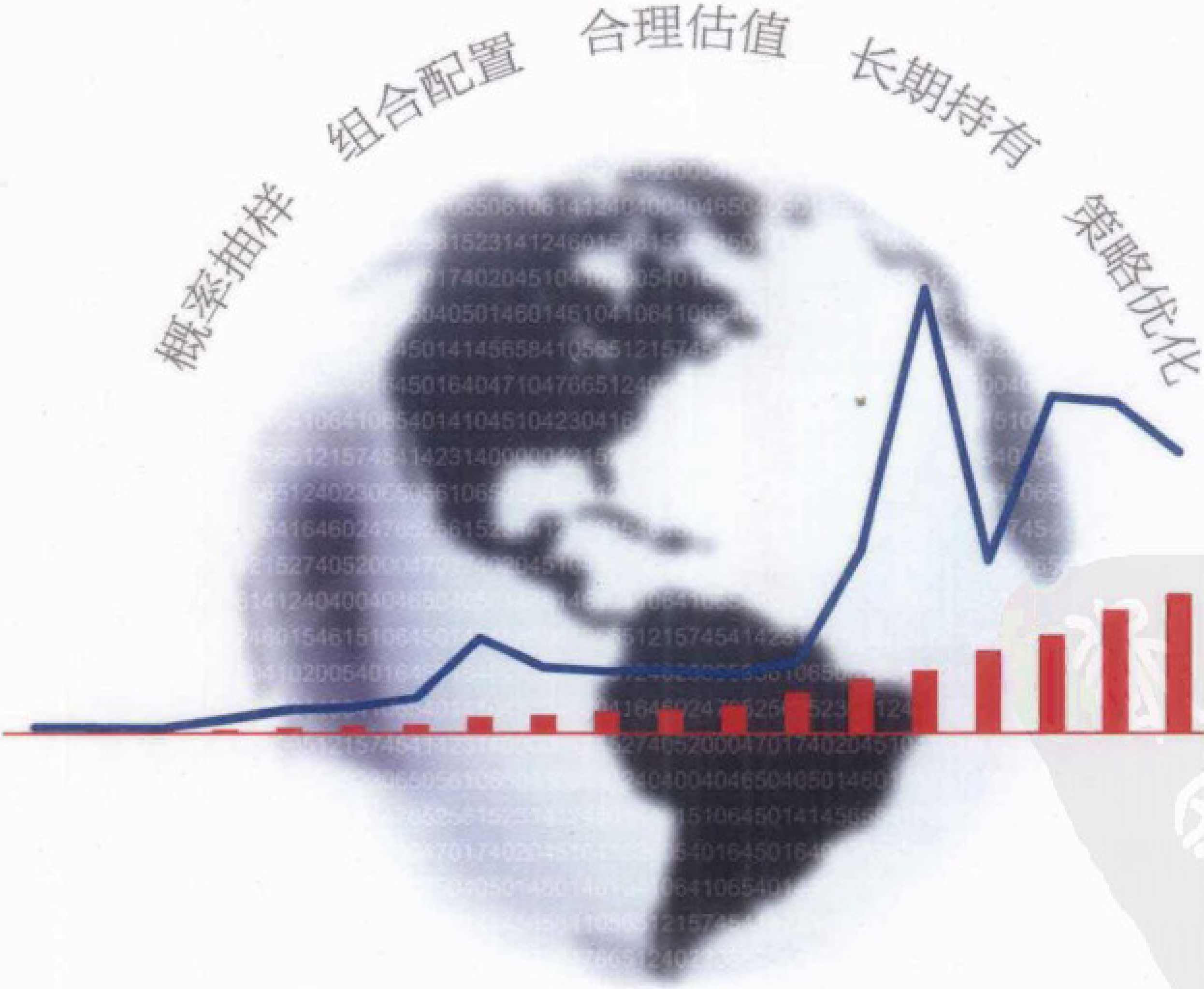
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者终身学习
且学·且思·且行

# 大数投资

Critical Investing

齐东平 著




中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者终身学习
且学·且思·且行

# 大数投资

## Critical Investing

齐东平 著




中国人民大学出版社
·北 京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**图书在版编目（CIP）数据**

大数投资/齐东平著．—北京：中国人民大学出版社，2012.3
（管理者终身学习）
ISBN 978-7-300-15429-9

Ⅰ.①大… Ⅱ.①齐… Ⅲ.①上市公司-投资-研究-中国 Ⅳ.①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 041093 号

管理者终身学习

**大数投资**

齐东平 著

Dashu Touzi

| | | | |
|---|---|---|---|
| 出版发行 | 中国人民大学出版社 | | |
| 社　址 | 北京中关村大街 31 号 | 邮政编码 | 100080 |
| 电　话 | 010－62511242（总编室） | | 010－62511398（质管部） |
| | 010－82501766（邮购部） | | 010－62514148（门市部） |
| | 010－62515195（发行公司） | | 010－62515275（盗版举报） |
| 网　址 | http://www.crup.com.cn | | |
| | http://www.ttrnet.com(人大教研网) | | |
| 经　销 | 新华书店 | | |
| 印　刷 | 北京东君印刷有限公司 | | |
| 规　格 | 175 mm×250 mm　16 开本 | 版　次 | 2012 年 4 月第 1 版 |
| 印　张 | 12.25 插页 2 | 印　次 | 2012 年 4 月第 1 次印刷 |
| 字　数 | 143 000 | 定　价 | 32.00 元 |

版权所有　侵权必究　　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 自序：用概率抽样选择企业组合投资是对实体经济整体的优化投资

## ——大数投资的科学解构

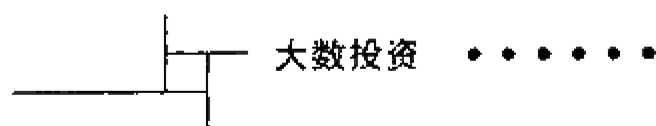
不久前，我在中国人民大学的教学生涯度过了十五个年头，早期讲授博弈论等课程，之后一直讲授金融及投资类课程，这些课程都以解决实际问题为目标，我的投资实践对教学科研带来相得益彰的效果。

较之教学科研，我的证券投资生涯早两年开始。初涉投资我隐约发现，通常被金融类教材当做金融资产对待的股票，完全可以从实体经济的角度去分析，而且如何通过投资股票对实体经济投资可以按照科学方法去做，全部上市公司整体资产状况以及经营利润不断增长的结果通过统计都能简便计算出来，而选择与全部上市公司相类似的一组数量不大的投资组合用概率抽样也不难做到，如此，普通投资人就可以通过构建一个少数上市公司的投资组合获得与投资全部上市公司相当的合理收益。这个隐约的认识加之后来十几年的投资实践形成了今天可以系统表述的大数投资理论。借助于本书，希望读者能分享这个理论和方法所带来的乐趣，并在投资中获得良好收益。

为了便于大家理解投资上市公司的优越之处，先从一些直观的道理谈起。

投资上市公司简便。投资沪深上市公司股票的最小单位是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




手即100股，目前沪深上市公司平均股价为每股10元多，投资一家上市公司平均为1 000多元，小资金也可以做实体投资。

投资上市公司可以投资多家。有1 000多元就可以投资一家上市公司，那么有3万多元就可以购买30多家上市公司股票，因此不必像投资一家或少数几家公司那样担心其倒闭清算。沪深证券市场运行以来，因经营不善被清算的上市公司占比不到2%，一个不同行业多家企业的组合可以自如应对少数企业清算的风险。

投资上市公司的具体对象可由投资人任意选择。那些不盈利、没有投资收益或因其他理由令你不信任的企业完全可以弃之不投。

以什么价格购买上市公司股票可由投资人自行决定。投资人可以依据上市公司的净资产以及净利润情况对股票价格是否合理做出客观评价。在投资中股价与净资产的比值或股价与净利润的比值称为估值，当了解到股票估值越低投资收益有可能越高时，投资人可以耐心等待那些低估值股票的出现去做投资组合。

对投资收益的确认也完全掌握在投资人自己手中。不同上市公司虽然盈利有差别，甚至个别上市公司会亏损，但整体而言，上市公司每年都会获得盈利，其净资产与净利润相互推动持续增长。股价暂时下跌时投资人完全可以不予理睬，以长期投资的视角等到净资产大幅上涨推动股价上涨再决定是否卖出获利。

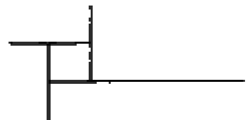
纵然投资上市公司有以上好处，人们仍不免担心投资上市公司还有下列问题：投资一家企业，其股票下跌时不及时卖出最后这家企业倒闭不还是有风险吗？投资的多家企业都发生了风险怎么办？此外，什么是投资企业合理估值的基准呢？投资最终的结果是什么呢？理解了大数投资的原理，这些疑问便会迎刃而解。

大数投资是以概率抽样方法选择少数必要数量的上市公司构建投资组合拟合投资全部上市公司的投资方法。

在该方法下，购买股票只是投资上市公司的形式而已，实质上是通过上市公司对实体经济进行投资；以概率抽样方法选择企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





业能达到以投资数量不多的上市公司组合实现接近投资全部上市公司的目标，全部上市公司的盈利水平高于全国所有企业的平均盈利水平。因此，采用概率抽样方法构建投资组合拟合投资全部上市公司就能获得稳定而较高的投资收益。

以概率抽样选择企业构建投资组合是根据概率抽样方法的客观性选择企业，并不要求投资人具备判断企业优劣的特殊能力，无论是谁只要按照概率抽样原理的具体方法选择企业都能达到大致相同的投资结果，普通投资人都能采用这一方法。这一投资方法的基本逻辑如下。

（1）投资一国的所有企业是没有投资风险的，而投资上市公司可以实现投资全部企业的目标，所以投资全部上市公司也是没有风险的。

一国经济社会只要正常运行，每年就需要有新增加的产品和服务，从全社会角度汇总新增产品和服务称为 GDP。在现代经济中，从来源上讲，GDP 除少量由个人、家庭以及政府提供外，绝大部分由企业生产提供；从分配上讲，GDP 主要分为税收、个人收入、捐赠和企业利润，也就是说 GDP 中必然包含企业利润，因此投资全部企业整体上必然有收益。

大数投资的基础是国民经济整体及其社会的生存和发展，从这个意义上讲，以投资全部企业为基础的投资是对人的生存的投资。就经济持续运行本身讲，人的生存是经济运行的终极价值，投资全部企业为基础的投资就是终极价值投资。有人的生存，全部企业整体就有收益，这样就从根本上确认了一个道理，以全部企业为投资对象的投资必然有稳定合理的投资收益，并不像将企业股份当成股票炒作那样风险和收益并存。

（2）投资全部上市公司不仅可以像投资全部企业一样没有投资风险，而且可以有较高的投资收益。

我国沪深证券市场 20 余年的运行实际，以及发达国家更长的实践都表明，全部上市公司比同时期社会全部企业有更高的盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能力。例如1995—2010年15年间，我国全部企业年均净利润水平大约为10%，同时期上市公司年均净利润水平超过12%，显然投资全部上市公司比投资国民经济中的全部企业有更高的投资收益。

（3）用概率抽样方法可以构建与全部上市公司资产以及盈利状况相当的部分上市公司的投资组合，达到与投资全部上市公司一样的必有收益的结果。

概率抽样也可称为随机抽样，是指在众多样本所组成的一个整体中，随机抽取一定必要数量的样本可以拟合全部样本的状况。在成千或上百样本所组成的样本中一般抽取的最小样本数为30个。这里的概率是指每个样本被抽到的可能性，概率抽样就是每个样本被抽到的可能性相同或机会均等的抽样方法。

目前上市公司有2 400多家，每家上市公司可以视为一个与全部上市公司相关的样本，用概率抽样方法选取30个以上的上市公司进行组合投资，就能达到与投资全部上市公司相近的效果。本书介绍了几种概率抽样方法，并特别介绍了分层抽样方法，也就是在30个以上行业选出估值合理的上市公司组合投资。这里的估值是指上市公司股价与其净资产或净利润的比值。从不同行业选择估值合理的企业时，并不一定要求投资人对企业的未来进行判断，而只要根据市场已经披露的数据做出选择即可，这是普通投资人都能做到的事。概率抽样选择企业构建组合的有效性解决了投资人必须依据对企业未来进行判断投资的难题。

（4）证券市场具有后期投资人向先期投资人无偿转移净资产的机制。

上市公司有超过全国所有企业的平均盈利水平，投资上市公司因此可以获得较高的投资收益，不仅如此，投资上市公司的投资人由于可获得融资时的转移价值，投资因此可获更高的收益。本书将上市公司盈利为投资人带来的收益称为内生价值，将后期投资人向先期投资人无偿转移净资产所带来的收益称为外生价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值。当上市公司再融资时，已经持有上市公司股票的投资人和认购增发股票的投资人比较，前者是先期投资人，后者是后期投资人。公司增发股份时，由于会计上同权处理的缘故，认购增发股份的新投资者将自己的权益的一部分无偿转给该公司现有股东，形成现有股东仅仅凭借再融资就可以使自己的净资产不断增加的独特现象。过去 20 年间，沪深证券市场的先期投资人每年获得的复利收益的外生价值大约为 3%。由于外生价值的作用，过去 20 年间长期投资上市公司的投资人的净资产（即净收益）年均复利增长水平为 15%左右。

（5）投资组合要在估值合理水平下构建。

估值是指股票价格与上市公司经营收益或净资产的比值，前者称为市盈率，后者称为市净率。通常，购买上市公司的股票价格高于其净资产价值，即投资上市公司所花费的成本不是与净资产相同的“平价”成本，而是高于其净资产的“溢价”成本。市盈率和市净率指标将“溢价”状况量化出来，估值既是投资上市公司所花费价格与其价值的溢价水平指标，也是投资上市公司的成本基准。只要在估值合理时构建投资组合，投资上市公司就能获得较高投资收益。所谓估值合理，是指在长期平均估值水平及以下的估值结果。沪深证券市场运行的长期统计结果表明，分别从不同行业选出的低估值股票组合比全部上市公司有更好的投资收益。

中国证券市场股票价格指数的长期上涨伴随持续的上下波动，而且往往表现为上下较大幅度的巨大波动，似乎投资无章可循。但是，从股票价格指数的波动的估值结果去观察，恰恰表现为投资有规律可循，例如 2007 年 10 月估值较高时沪深证券市场的平均市盈率和市净率分别达到 70 多倍和 7 倍多，而市场几次降到较低估值水平时，市盈率和市净率分别降到 20 倍以下和 2 倍以下。大企业长期估值水平的市盈率和市净率分别约为 20 倍和 2 倍，中小企业长期估值水平的市盈率和市净率分别约为 25 倍和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2.5倍。因此，在平均估值水平以下构建投资组合就能够获得较高投资收益。需要注意的是，上市公司中大中小企业划分标准是动态变化的，在实际投资中应根据具体情况适当进行一定的调整，目前净资产20亿元是划分大企业和中小企业的标准。

（6）长期持有投资组合有复利收益效应。

长期本应是投资任何企业的前提，投资上市公司也不例外，特别是上市公司股价与其盈利及其资产增长并不同步变化甚至有时背离的表现使得长期投资有了更加特殊的意义。短期而言，即使投资组合样本企业总的净资产价值增长，但如果市场估值水平继续下降，投资组合样本企业的市场价格同样会下跌，于是短期衡量投资不但没有收益反而可能会亏损。但是，长期衡量，投资组合样本企业的净资产将较大幅度上涨，在一定的估值水平下，投资组合样本企业股票的市场价格也必然上涨，因此“长期”也是投资上市公司的一个前提。

投资上市公司的收益模式是一种复利增长模式。由于所选择的投资组合企业每年有盈利，由此投资组合企业的资产将增长，而增长的资产下一年能够带来更大盈利。投资组合企业资产和利润年复一年地彼此推动，投资人因此可获得复利投资收益。

（7）投资策略和交易法则能够优化投资收益。

组合投资、低估值构建投资组合以及长期持有投资组合是大数投资的三项核心内容，这三项内容能确保投资人获得稳定合理的投资收益。由于证券市场股价持续波动，投资人难免有交易冲动。为了适应投资人交易要求又不至于由于交易导致投资基础被伤害，大数投资设计了相应的投资策略和交易法则。

大数投资的投资策略的核心策略是绝对胜算投资策略，其基本逻辑是，购买上市公司的价格成本越低即股票估值越低，投资超过平均收益水平胜算的可能性越高，实际购买股票占全部资金的比例也就越高。它可以通过公式来表示：$X=2P-1$，其中 $X$ 为购买某一股票的资金占计划配置该股票资金的比重；$P$ 为可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



超过平均收益水平的胜算概率。以投资大企业为例，当其市净率估值分别为 2 倍、1.5 倍和 1 倍时，胜算概率 $P$ 值分别为 65%，80%和 95%，则实际购买某一企业股票所用资金占计划配置资金的比重 $X$ 分别为 30%，60%和 90%。事实上，大数投资的三项核心内容中的合理估值构建投资组合确立了绝对胜算投资策略的原则。

大数投资的交易法则主要包括降低投资成本法则、永续投资法则、2/3 上限法则。

降低成本法则是指买卖股票都要以降低所持股票的成本为基准的交易准则。降低成本法则所确定的交易操作方法是，股票上升时卖出部分股票，股票下跌时持续买进股票。运用降低成本法则可有效降低所持组合的投资成本。

永续投资法则提出了投资组合中个别股票持续下跌时如何持续买进的应对方法，而 2/3 上限法则从资金的总体配置上提出了按一定比例预留现金的操作方法。

2/3 上限法则是将实际配置于投资组合的资金控制在一个必要比例的准则，按照这一比例对投资组合的资金配置进行动态调整，能够终极应对个别企业以及整个市场的波动变化。

最后要强调的是，采用这种投资方法，千万要避免主观干扰或对个别企业的复杂化研究。这个方法的优势在于客观和简便，例如构建投资组合依据分层抽样方法选择企业时，在不同行业应客观地选择低估值的企业而不是投资人主观判断的所谓好企业。如果发现方法有待改进则完善方法，例如经过统计发现股市长期平均估值水平降低，将构建投资组合的估值基准调低即可。本书引子中任天里在股市较低估值时，采用等距抽样方法构建投资组合，坚持持有 5 年获得较高投资收益的案例仔细读一读，一定会体会出其中的妙处和乐趣来。

齐东平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 目 录

**引子 一个普通投资人在上海证券市场的投资** …………………… 1

**第一章 大数投资概述** …………………………………………… 9

第一节 大数投资的操作框架 ………………………………… 13

一、以概率抽样方法选择样本企业 …………………… 13

二、以股票估值作为构建投资组合的成本基准 …… 14

三、以长期视角确定投资时限 ……………………… 15

四、以投资策略和交易法则提高投资收益 ………… 17

第二节 大数投资的基本原理 ………………………………… 19

一、立足于投资国民经济确保投资整体安全 ……… 19

二、投资上市公司的价值增值原理 ………………… 23

第三节 投资上市公司的盈利模式 ………………………… 33

一、净资产增长驱动股价上涨的二元收益模式 …… 34

二、复利收益模式 …………………………………… 37

第四节 大数投资的有效性得到长期实践的检验 ……… 41

一、指数化投资验证组合投资有效 ………………… 41

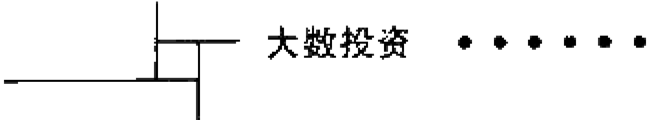
二、国外证券市场验证低估值构建投资组合
可增强投资收益 …………………………………… 42

三、中国证券市场验证低估值构建投资组合
可增强投资收益 …………………………………… 44

**第二章 如何选择企业构建投资组合** ………………………… 51

第一节 运用概率抽样方法选择企业构建投资组合 …… 54

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



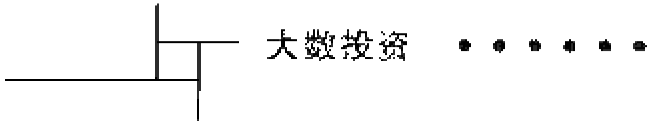

一、运用概率抽样方法构建投资组合简便易行 …… 55
二、概率抽样的常用方法 …… 56
三、运用分层抽样构建投资组合的操作方法 …… 59
第二节 优选企业构建投资组合 …… 62
一、优选经营和生存安全企业的方法 …… 63
二、跟踪指数股票选择企业的方法 …… 65
三、寻找有潜力价值企业的方法 …… 67
四、从行业路径寻找好企业的方法 …… 69
第三节 投资组合的动态调整 …… 73
一、概率抽样构建投资组合的原则 …… 74
二、降低成本原则 …… 75
三、认同投资收益优化缘于随机性原则 …… 75
四、结合市场整体估值水平调整投资组合原则 …… 76
第三章 企业股票估值算法 …… 79
第一节 企业股票估值算法分类 …… 83
一、直接估值法和间接估值法 …… 83
二、单项因素估值法和多项因素估值法 …… 84
三、绝对价值估值法和相对价值估值法 …… 85
第二节 企业股票估值的常用算法 …… 86
一、市盈率估值法 …… 86
二、市净率估值法 …… 90
三、市销率估值法 …… 94
四、内在价值估值法 …… 96
第三节 企业股票多项因素估值算法 …… 98
一、股票多项因素估值逻辑 …… 98
二、股票多项因素估值算法 …… 101
第四章 投资策略 …… 107
第一节 核心投资策略 …… 111
一、绝对胜算投资策略 …… 111

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、逆向投资策略 …… 115
第二节 辅助投资策略 …… 119
一、投资指数基金策略 …… 120
二、跟踪指数股票投资策略 …… 122
三、熟悉领域挖掘“钻石宝藏”策略 …… 124
四、无风险套利策略 …… 125
五、变危机为机会策略 …… 127
第五章 投资交易法则 …… 129
第一节 交易法则 1：降低投资成本法则 …… 133
一、降低投资成本的标准 …… 135
二、如何依据股市整体估值水平进行交易 …… 137
第二节 交易法则 2：永续投资法则 …… 137
一、永续投资适用条件 …… 138
二、永续投资操作方法 …… 139
第三节 交易法则 3：2/3 上限法则 …… 141
一、2/3 上限法则的应用条件 …… 142
二、2/3 上限法则的优越性 …… 143
第四节 交易法则 4：长期持有法则 …… 150
一、长期持有可获“十倍率效应”的投资收益 …… 150
二、长期持有投资组合使投资收益更趋稳定 …… 151
三、主动运用长期持有法则 …… 152
第六章 如何发现自己的投资潜能 …… 155
第一节 做好投资者的自我管理 …… 159
一、发现宽容智慧 …… 159
二、认识证券市场的开放性 …… 161
三、借鉴“可分享智慧” …… 162
第二节 洞悉心理偏差 …… 163
一、投资心理偏差的主要表现 …… 163
二、投资心理偏差的由来 …… 164

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




第三节 摆脱情景化 …… 167
一、情景化的生成机制 …… 168
二、情景化在投资中所导致的问题 …… 169
三、成为摆脱情景化的成功投资人 …… 172

参考文献 …… 175
后 记 …… 179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

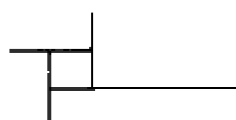
# 引　子

# 一个普通投资人在上海证券市场的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





刚刚就业的大学毕业生任天里工作之余就一直在考虑投资的事。

任天里就读于中国 RU 大学，顺利完成四年本科学业后于 2004 年 7 月毕业。任天里在校学习期间喜欢深人钻研问题，在和老师以及同学们的讨论当中，常常对教材的内容提出质疑，养成了独立思考的缜密思维和行为习惯。

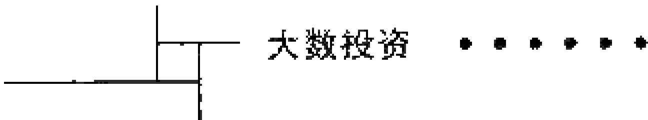
功夫不负有心人，任天里在参加不同单位招聘的笔试和面试时将自己思辨严密、理论联系实际的风格及能力充分表现出来，不断获得相关公司的认可，其应聘的几家公司都表达了欢迎其就职的意向。经过慎重考虑，任天里选择了其中的一家公司就职，他暗下决心，踏踏实实做好眼下工作，为自己的长期职业发展以及人生事业打下坚实的基础。

不过，工作之余任天里还一直在考虑另一件事，就是如何将手头一笔不大的资金用于投资。父母考虑到任天里刚刚工作，经济基础比较薄弱，给了任天里 3 万元钱补贴，加上读书期间勤工俭学省下的一笔钱，任天里就业之初手里有大约 4.3 万元的积蓄。按照任天里的一贯做法，显然不会将这笔钱用于当下消费，他所考虑的是如何利用在校所学知识和独立思考观察实际所得到的结论，通过投资使这几万元钱不断增值，等到这笔钱有了较大增值时再规划更长远的未来。

任天里对各种投资进行了一番比较，认为投资房产和投资企业收益相对较好。考虑再三发现投资房产以及直接投资企业都不太可行。一方面，由于面临较高房价门槛的限制以及日后还贷压力，投资房产对任天里不够现实；另一方面，用几万元开办一家需要专门聘任经理人员管理的企业的可能性也很小，任天里不得不打消了投资房产和直接投资企业的念头。

让任天里备感欣慰的是，在校期间他学到了可以通过购买股票投资企业的知识，并且基本上掌握了通过股票投资企业获得安全稳定投资回报的系统理论和操作方法，任天里初步打算按照所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




学方法进行投资尝试。

不过让任天里一直纠结的是，思考证券市场的事情时，他的耳畔总是隐约响起这样的声音：证券市场是一个有风险的地方，收益和风险是对称的，资产价值以及价格需要复杂的模型才能计算清楚。显然，任天里在大学期间学习过投资股票有风险和通过股票投资企业无风险这两种理论主张，现在面临实际投资问题时，需要对这两种理论主张的真伪做出独立判断，这样不免让任天里多费了一些脑筋。

不知不觉间到了 2004 年年底，沪深上市公司股票平均价格水平比年初又有较大幅度下跌，两个市场平均估值低于以往的平均水平，市盈率大约为 18 倍，而上海证券市场市盈率更低，跌至 14 倍左右。经过对过去所学知识的认真回忆和反复推理，以及对中国资本市场上市公司已往经营状况的统计分析，任天里做出了一个大胆的决定，不理会“收益风险对称性”的说法，将手中资金投资于上海证券市场，以长期视角投资，自己构建一个沪市上市公司的投资组合。任天里经反复测算得出，如果按每家企业投资 200 股计算，大概可投资 32 家上市公司，如果按照股票代码选择企业，可以每间隔 30 个号码选择一个企业构建投资组合，于是任天里构建了浦发银行等 32 家上市公司的投资组合（见表 0—1）。

**表 0—1　2004 年 12 月 31 日至 2009 年 12 月 31 日 32 家上市公司组合投资的表现**

| 股票代码 | 股票简称 | 2004 年 12 月 31 日购买股数 | 2004 年 12 月 31 日购买股票价格（元/股） | 2009 年 12 月 31 日持有股数 | 2009 年 12 月 31 日股票收盘价格（元/股） | 2004 年 12 月 31 日至 2009 年 12 月 31 日累计税后分红派现（元） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 600000 | 浦发银行 | 200 | 7.00 | 364 | 21.69 | 135.82 |
| 600030 | 中信证券 | 200 | 5.91 | 400 | 31.77 | 336 |
| 600060 | 海信电器 | 200 | 6.12 | 200 | 25.79 | 82.44 |
| 600090 | 啤酒花[①] | 200 | 3.33 | 200 | 9.19 | 0 |
| 600120 | 浙江东方 | 200 | 3.66 | 200 | 9.64 | 93.6 |
| 600150 | 中国船舶 | 200 | 7.49 | 200 | 77.84 | 451.2 |
| 600180 | ST 九发 | 200 | 6.53 | 200 | 7.18 | 36 |
| 600210 | 紫江企业 | 200 | 3.55 | 200 | 7.86 | 59 |
| 600240 | 华业地产 | 200 | 4.40 | 600 | 9.09 | 0 |
| 600270 | 外运发展 | 200 | 7.28 | 220 | 8.79 | 202.3 |
| 600300 | 维维股份 | 200 | 6.52 | 880 | 8.47 | 120.6 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| 股票代码 | 股票简称 | 2004年12月31日购买股数 | 2004年12月31日购买股票价格（元/股） | 2009年12月31日持有股数 | 2009年12月31日股票收盘价格（元/股） | 2004年12月31日至2009年12月31日累计税后分红派现（元） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 600330 | 天通股份 | 200 | 6.21 | 384 | 6.02 | 65.24 |
| 600360 | 华微电子 | 200 | 10.50 | 800 | 7.49 | 45 |
| 600390 | 金瑞科技 | 200 | 8.39 | 300 | 13.56 | 26.1 |
| 600420 | 现代制药 | 200 | 11.73 | 660 | 14.04 | 192 |
| 600449 | 赛马实业② | 200 | 6.80 | 200 | 37.27 | 155.4 |
| 600480 | 凌云股份 | 200 | 6.30 | 260 | 13.30 | 36 |
| 600510 | 黑牡丹 | 200 | 8.93 | 300 | 12.42 | 179.86 |
| 600540 | 新赛股份③ | 200 | 5.16 | 200 | 13.28 | 63.74 |
| 600570 | 恒生电子 | 200 | 10.45 | 1308 | 21.01 | 157.82 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 200 | 9.43 | 200 | 37.61 | 1 024.2 |
| 600630 | 龙头股份 | 200 | 3.78 | 200 | 10.27 | 0 |
| 600660 | 福耀玻璃 | 200 | 6.72 | 400 | 14.94 | 125.8 |
| 600690 | 青岛海尔 | 200 | 5.13 | 200 | 24.79 | 162 |
| 600720 | 祁连山 | 200 | 3.20 | 200 | 17.30 | 36 |
| 600750 | 江中制药 | 200 | 6.45 | 402 | 23.18 | 138.74 |
| 600780 | 通宝能源 | 200 | 4.73 | 200 | 6.48 | 0 |
| 600810 | 神马股份 | 200 | 4.72 | 200 | 12.64 | 46.36 |
| 600840 | 新湖创业④ | 200 | 5.12 | 320 | 23.62 | 6.67 |
| 600870 | ST厦华⑤ | 200 | 4.41 | 200 | 3.35 | 0 |
| 600900 | 长江电力 | 200 | 8.79 | 200 | 10.44 | 202.13 |
| 600990 | 四创电子⑥ | 200 | 12.10 | 200 | 52.09 | 108 |

①啤酒花2005、2006年连续两年亏损，根据上海证券交易所《股票上市规则》中退市风险警示的有关规定2007年实施退市风险警示，股票简称由啤酒花变为ST啤酒花。后通过资产重组扭亏为盈，被撤销风险警示，重新恢复啤酒花称谓。

②600450和600451断号，故以最接近代码600449代替600450构建投资组合。

③新赛股份2009年12月29日停牌，表中2009年底股票价格为当天价格。

④2009年7月31日新湖创业被新湖中宝吸收合并而退市，当天新湖创业股票的收盘价为23.62元/股，即新湖创业的投资人可以在当日将所持新湖创业股票卖出收获投资成本及兑现投资收益。新湖创业投资人也可以根据吸收合并方案以1∶1.85的比例将新湖创业股票转换为新湖中宝股票。2009年9月4日，吸收合并后的新湖中宝股票上市交易，2009年12月31日新湖中宝股票收盘价为9.93元/股。

⑤厦华电子2006、2007年度连续两年亏损，2008年5月5日起实施退市风险警示，股票简称由厦华电子变为ST厦华。

⑥600900与600960联号，中间没有间隔，故任天里选择了600990作为投资组合的企业之一。

说明：①2004年12月31日与2009年12月31日价格均以当天股票收盘价计算。

②上海证券交易所综合指数2004年12月31日为1 357.65点，市盈率大约18倍；2009年12月31日为3 277.14点，市盈率大约为25倍。

③任天里投资期间，中国证券市场经历了轰轰烈烈的股改，原来约占上市公司股份总额2/3的非流通股份经过股改后可以在市场上流通交易，但前提是这些非流通股东要拿出一部分股份无偿送给流通股股东作为股份流通的对价，任天里由此多获得了一部分股份和派现收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每过一年，任天里都惊喜地发现，自己所投资的几十家企业整体的利润和资产不断增长，投资当初的一些疑惑也渐渐消除。到了 2009 年年底，当任天里进行一年回顾和总结时，蓦然发现，投资企业的时间已经整整 5 年了。当他将这 5 年的投资结果整理成表 0—1 时，不禁感慨万端：如果坚持通过购买股票投资企业，那个曾经只是一个概念的百万富翁离自己并不遥远，实现“穷则独善其身，富则兼济天下”的理想也将不再只是一个梦想。

欣慰之余，任天里不免反思，自己的做法是否应该有所改进呢？

任天里注意到，他投资的这 5 年中股市价格经历了两次较大的起落。2004 年年底他开始投资时上证指数是 1 266.50 点，2005 年曾一度下跌到 998 点的低位，而 2006 年和 2007 年沪深市场出现了两年的暴涨行情，2007 年上证指数创出了 6 124.04 点的历史新高，此时任天里所构建的投资组合市值超过 40 万元。2007 年 10 月至 2008 年 10 月市场再一次暴跌，最低跌到 1 664.93 点，而 2009 年市场再一次较大幅度上涨，由 2008 年年底的 1 820.81 上涨到 2009 年年底的 3 277.14 点。如果今后证券市场同样出现大幅波动，是否有更好的应对策略呢？

任天里注意到，更有趣的现象是，他所构建的投资组合中不同企业资产收益水平以及资产增长情况确实有较大差别，而且不同企业股票价格的波动差异更大，例如组合中的中国船舶曾创出了中国证券市场股票短期上涨幅度最大的纪录，其股票绝对价格也创出了证券市场 300 元/股的天价，尽管 2009 年年底股价下降到 77.84 元/股的水平，仍然为他带来投资单家企业 9 倍以上的收益；所投资的恒升电子则为他带来更高的投资回报，投资单家企业的收益超过 10 倍以上。那么，对诸如此类情况今后应该如何应对呢？

看完这个案例，不仅会问，任天里究竟采用了什么投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一，按照表 0—1 所给出的数据计算，5 年的坚持让他获得了不俗的投资收益，2004 年年底构建的 32 家公司的投资组合投资的资金为 4.22 万元，到 2009 年年底组合的市值为 19.15 万元，绝对收益为 14.93 万元，按复利计算的年均收益率为 35.34%，无论与国民经济整体增长相比，还是与其他类别的投资相比，投资收益水平都不低。任天里投资盈利的来源是什么呢?

第二，任天里是一个走出校门即开始投资的普通投资人，对企业以及社会的实际参与刚刚开始，凭借其有限的经验选择优秀企业投资对他来说显然是十分困难的。况且选择企业要进行深入研究，而任天里打算将主要精力投入到做好本职工作，无法抽出更多时间去研究上市公司。显然任天里并没有依赖于自己的主观能力而是基于某种客观方法进行的投资，这种方法有基本的模式吗?

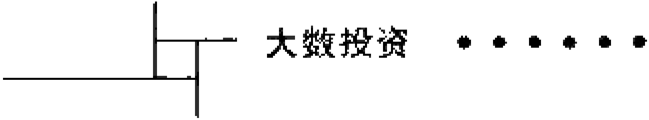
第三，任天里的投资有几点特别引人注意的地方，所投资的上市公司超过了 30 家；投资时股市的估值水平低于以往的平均水平，即上市公司股票市值与其净资产的比值低于以往的平均水平；持有投资组合的时间较长，达到了 5 年，那么这些内容是他所采用的投资方法必须包含的内容吗?

第四，任天里在选择投资组合时，看似随意，但又呈现出了一定的规律性，按股票代码等数量间隔选取企业，而且将资金比较均匀地配置在这些企业中，显然他是在遵照某种科学方法选择投资对象，那么他究竟采用了什么方法构建投资组合呢?

第五，任天里所构建的投资组合有三家企业由于连续亏损被监管机构实施退市风险警示，但投资组合总体收益水平几乎没有因此受到影响，其中一度被实施退市风险警示的 ST 啤酒花经过并购重组又恢复了盈利能力，表明组合投资能够避免投资个别企业出现风险的问题。组合投资整体上为什么不怕投资个别企业失误呢?

第六，任天里对自己的投资也有反思，在他投资的 5 年中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




股市分别出现了两次较大幅度下跌和上涨的波动，投资组合中个别企业股票价格也出现了大幅度的涨跌波动，有没有合适的投资策略或交易法则应对这些波动呢?

这些问题恰好引出了本书将要阐述的一个投资方法——大数投资，任天里采用了大数投资中最基本和最简单的操作部分，而他所做的反思则涉及大数投资中的投资策略和交易法则，这些都将在本书中一一叙述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第一章

# 大数投资概述

第一节　大数投资的操作框架

第二节　大数投资的基本原理

第三节　投资上市公司的盈利模式

第四节　大数投资的有效性得到长期实践的检验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大数投资是以概率抽样方法选择少数必要数量的上市公司构建投资组合拟合投资全部上市公司的投资方法。

实质上，购买股票只是投资上市公司的形式而已，也可以说是通过投资上市公司从而对实体经济进行投资。借用统计学中大数定律的一般原理，以概率抽样方法选择企业能够达到以投资数量不多的上市公司组合投资全部上市公司的结果。由于全部上市公司盈利水平高于全国所有企业盈利水平，因此拟合投资全部上市公司长期就能获得稳定而较高的投资收益。

构建投资组合选择企业时依据的是概率抽样这种统计方法而不是投资人个人的判断能力，因此不要求投资人必须具备能够优选企业的主观能力，任何人只要按照概率抽样的方法客观选择企业即可，普通投资人因此也能采用这一投资方法。

大数投资是以整个国民经济为基础并进行优化选择的投资。一个国家经济社会正常运行，每年就需要有新增加的产品和服务，从全社会角度计算新增产品和服务的总和称为 GDP。从来源上讲，GDP 除少量由个人、家庭以及政府提供外，绝大部分由企业生产提供；从分配上讲，GDP 主要分为税收、个人收入、捐赠和企业利润，也就是说 GDP 中必然包含企业利润，因此投资全部企业整体上必然有收益。

全部上市公司是从全部企业中优选出的企业群体，尽管个别上市公司会由好转差甚至倒闭，但统计结果表明全部上市公司盈利水平仍高于国民经济中所有企业的盈利水平。例如过去 20 年间中国上市公司年均复利水平的净资产收益率超过 12%，高于所有企业年均复利收益水平 2 个百分点。

投资全部上市公司是对国民经济所有企业的优化投资，大数投资则是拟合投资全部上市公司的投资，因此也是对国民经济所有企业的优化投资。

从全部上市公司选择有代表性的上市公司，采用的是统计中的概率抽样方法。概率抽样也可称为随机抽样，是指在众多样本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所组成的一个整体中，随机抽取一定必要数量的样本可以拟合全部样本的状况的抽样方法。在成千或上百样本所组成的大样本中拟合整体所需抽取的最小样本数量一般需要 30 个以上。

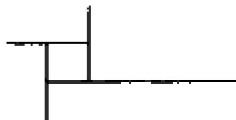
以概率抽样方法中比较简单易用的分层抽样来说，采用分层抽样构建上市公司的投资组合，需先将全部上市公司所属行业划分为 30 个以上的行业，然后分别选出估值合理而且较低的上市公司构建组合投资。从不同行业选择估值合理的企业时，并不一定要求投资人对企业的未来进行判断，而只要根据市场已经披露的数据做出选择即可。采用概率抽样选择企业构建组合的方法，解决了投资人必须依据对企业未来进行判断投资的难题。

估值是指股票价格与上市公司经营收益或净资产的比值，前者称为市盈率，后者称为市净率。通常，购买上市公司的股票价格高于其净资产价值，即投资上市公司所花费的成本不是与净资产相同的“平价”成本，而是高于其净资产的“溢价”成本。市净率和市净率指标将“溢价”状况量化出来。估值既是投资上市公司所花费价格与其价值的溢价水平指标，也是投资上市公司的成本基准。只要在估值合理时构建投资组合，投资上市公司就能获得较高投资收益。所谓估值合理，是指在长期平均估值水平及以下的估值结果。沪深股票市场运行的长期统计结果表明，分别从不同行业选出的低估值股票组合比全部上市公司有更好的投资收益。

长期本应是投资任何企业的前提，投资上市公司也不例外，特别是上市公司股价与其盈利及其资产增长并不同步变化甚至有时背离的表现使得长期投资有了更加重要的意义。短期而言，即使投资组合样本企业总的净资产价值增长，但如果市场估值水平继续下降，投资组合样本企业的市场价格同样会下跌，于是短期衡量投资不但没有收益反而可能会亏损。但是，长期衡量，投资组合样本企业的净资产必将较大幅度上涨，在一定的估值水平下，投资组合样本企业股票的市场价格也必然上涨，因此“长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





期”也是投资上市公司的一个前提。

以概率抽样选择企业组合投资，在合理估值水平下构建投资组合，以及长期持有投资组合，构成了大数投资的核心内容。

## 第一节 大数投资的操作框架

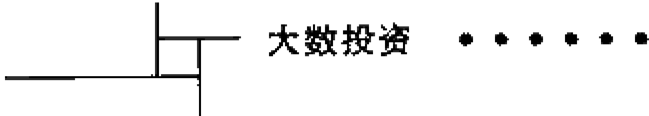
大数投资操作框架的核心内容有三项：构建拟合全部上市公司的投资组合，在合理估值水平以下进行配置构建组合，长期持有投资组合。这三项内容能确保投资人有稳定合理的投资收益。大数投资操作的辅助内容是投资策略和交易法则的应用，其目的是提供既能满足人们需要交易的心理需求又不损害投资基础的投资策略和交易规范，争取获得较高的投资收益。

### 一、以概率抽样方法选择样本企业

组合投资就是选择一组上市公司的样本企业进行投资，这样一组样本企业总体净资产状态及收益水平应与全部上市公司总体净资产状态及收益水平相当。这可以根据统计概率抽样原理选择出来。

基于概率抽样所要求的最小样本数量，组合样本企业数为30家。按照分层抽样的原理，可以在30个以上行业中选取。按照不同的行业划分标准，上市公司所属行业一般大于30个。构建投资组合时将资金均衡配置在30个行业或超过30个行业的企业即可，每个行业企业配置的资金不超过3%，在同一个行业内所分配的3%的资金可以投资一家企业，也可投资几家企业。什么时候选择企业进行配置呢？当目标企业的估值合理或估值较低时，也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




是投资成本合理或较低时就可以实际进行配置。

## 二、以股票估值作为构建投资组合的成本基准

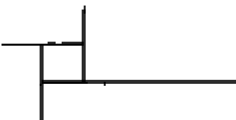
估值是指股票价格与价值的比值，股票估值指标有市净率和市盈率等多种指标。市净率是某一单位股票价格与其同一单位股票净资产的比值；市盈率是某一单位的股票价格与其同一单位股票净利润的比值。

选择上市公司构建投资组合以其净资产及其盈利为其价值基准，但购买这些净资产时需要以股票价格支付，而股价通常高于其净资产，也就是说，需要以溢价为成本进行投资，溢价高低意味着成本高低，因此市净率与市盈率是表现投资溢价水平高低的直接指标，其结果表明了投资企业成本的高或低。观察证券市场长期运行的情况，可以统计出市场长期平均市净率与市盈率的结果，以此为参考可以确定低估值基准，一般把低于估值平均水平的实际估值结果作为低估值的基准。确定低估值作为构建投资组合的投资成本基准，既来自于投资的逻辑原理，也来自于实证结果。中外证券市场长期运行的实践证明，以低估值为基准构建投资组合，其收益水平高于市场的平均收益水平。以低成本即低估值原则构建投资组合，在投资安全的基础上对收益实现了优化。

市净率以绝对数为单位，表明相同单位股票价格对其净资产的倍数关系。相同单位是指股价和净资产的单位相同，例如，每股股价比每股净资产，或者全部上市公司的市值比全部上市公司的净资产总额等。从短期看，市净率的高低意味着股票溢价水平的高低；从长期看，市净率的高低则意味着构建投资组合时投资成本的高低。要求过低的投资成本会增加投资难度，无法较快构建投资组合；不计成本、在较高估值状态下构建投资组合，显然会降低投资收益；而以平均估值为投资成本的边际标准，坚持估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





值越低配置资金比例越高的原则，既不会增加投资难度，也可实现低成本投资的目标。以往沪深股市中小企业平均市净率为 2.5 倍左右，大企业市净率为 2 倍左右。以市净率为成本基准构建投资组合，应分别低于上述平均估值水平。

市盈率同样以绝对数为单位，表明相同单位的股票价格对其净利润的倍数关系。相同单位是指股价和净利润的单位相同，例如，每股股价比每股净利润，或者全部上市公司的市值比全部上市公司的净利润总额等。短期看，市盈率表现为股价对其净利润的溢价水平，或者以企业现有盈利水平衡量的投资回收期的年限；从长期看，与市净率一样是投资成本高低的基准。以往沪深股市大企业平均市盈率为 20 倍左右，中小企业平均市盈率为 25 倍左右。以市盈率为基准构建投资组合，应分别低于上述平均水平。

一般将净资产 20 亿元以上的企业界定为大企业，将净资产 20 亿元以下的企业界定为中小企业。不过大企业与中小企业的划分标准以及市场长期的平均估值水平随着国民经济以及证券市场的发展都会产生变化。例如，在整个市场的平均估值水平降低时，构建投资组合时应做出相应调整，确定更低的估值标准。构建投资组合的投资策略是在平均估值以下实施投资，但原则是，估值越低，实际投资资金的配置比例越高。构建组合的成本将远低于平均估值成本，因而不必担心由于未来平均估值成本降低而导致构建投资组合的成本偏高。

## 三、以长期视角确定投资时限

长期投资是指长期持有投资组合并以此计算投资收益。投资企业并且以上市公司的组合投资拟合对整个国民经济进行投资，是以净资产及其盈利所带来的净资产增长为基础的，而企业经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利润及其净资产的增长是个渐进的过程，所以投资本身就蕴涵长期投资的要求。

上市公司股价变化与其收益以及净资产并不同步变化的特点，更是决定了组合投资必须长期投资才能获得合理投资收益甚至获得超额投资收益。

首先，组合投资上市公司获得稳定合理投资收益的模式是一种“资产增值+利得”的收益模式。资产增值来自企业利润和再融资的转移资产价值，利得是所投资股票价格上涨形成的股价差价收益。推动股价上涨的因素是公司价值增值，而公司价值增值是一个长期过程。无论是上市公司每年的利润收益，还是老股东所获得的转移资产，都是在上市公司长期运行中实现的，由组合投资企业总体净资产稳定增长推动的总市值的增长，也是长期才能体现出来的。

其次，组合投资上市公司的收益模式是一种复利增长模式。由于所选择的投资组合每年都有利润收益，由此使得投资组合企业的资产增长，而增长的资产下一年能够带来更大的利润收益。投资组合企业的资产和利润年复一年的彼此推动使得投资人获得复利投资收益，这种复利收益也是长期才能体现出来的。

再次，长期投资有可能分享企业股票价格随机变化带给投资人的超额收益。投资超额收益是指超过市场平均收益水平的较高收益。所谓超额收益是指投资组合中的个别企业价值有超常增长并推动其价格超常上涨，甚至组合中的企业价值没有特别增长而只是其价格超常上涨，由此给投资人带来的收益。当然由于种种原因，投资组合中的个别企业股价也可能会暂时下降，甚至可能由于亏损并最终被清算给投资人造成个别损失。但是，由于所构建的投资组合的资产利润以及资产的增长水平与全部上市公司的利润以及资产增长水平基本拟合，投资组合的价格长期总体上仍会上涨。这样，组合投资确保了投资人有安全合理的投资收益，与此同时，坚持长期持有投资组合，个别企业股票随机上涨发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的概率较高，由此还会使投资人获得超额投资收益。

## 四、以投资策略和交易法则提高投资收益

组合投资、低估值构建投资组合以及长期持有投资组合，构成了大数投资的三项核心内容，在此基础上辅之以投资策略和交易法则，能够增强投资收益。

### 1. 投资策略可实现更低成本构建投资组合的目标

投资策略是实施投资的方略，是按照概率抽样方法以及估值原则构建投资组合以及调整投资组合的实施方案。构建投资组合有两个基本条件：一是按照概率抽样方法选择样本企业构建拟合全部上市公司的投资组合；二是构建投资组合需符合合理估值及低估值要求。投资策略的核心内容是制定将这两项内容结合起来构建投资组合的方案。投资策略的核心内容有两点：一是绝对胜算策略；二是逆向操作策略。

绝对胜算策略是指，投资胜算的可能性越高，实际购买股票进行投资组合配置的资金占全部投资资金的比例也越高。而胜算概率取决于估值，估值越低，胜算概率越大。绝对胜算策略的操作可依据公式 $X=2P-1$，其中 $X$ 为购买股票的资金占全部投资资金余额的比重；$P$ 为投资胜算的概率。以投资大企业为例，当市净率估值分别为 2 倍、1.5 倍和 1 倍时，投资胜算的概率分别为 65%，80%和 95%，相应的实际购买股票占全部资金的比重应分别为 30%，60%和 90%。

逆向投资策略是在合理估值基础上，与价格涨跌方向相反进行投资组合配置以及调整的投资策略。在合理估值前提下配置投资以后，如果市场价格持续下跌，估值持续降低，投资人可以本着估值越低越买的原则不断加大配置比例。相反，在估值合理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前提下配置投资以后，如果市场价格持续上升，并出现严重的高估情况，投资人应不断降低配置比重。由此可见，逆向投资策略也包含了绝对胜算投资策略的内容。

### 2. 交易法则确保投资原则的灵活贯彻

股票交易一般指股票的短期买卖，股票交易动机往往来自投资人的心理需要而非出自提高投资收益的需要，因此股票交易法则重在提供一种机制，既能满足投资人因交易冲动而产生的交易需求，又能确保投资人在遵循投资原则基础上进行交易。从较低标准考虑，投资人所作的交易不会从根本上动摇投资根本，即形式上所表现的短期性的买卖行为，仍然是在组合投资、低估值投资和长期投资的框架下进行的；从较高标准考虑，通过交易进一步降低投资人的投资成本，达到增强投资收益的目的。

交易法则主要包括四项内容：降低投资成本法则、永续投资法则、2/3 上限法则和长期持有法则。

降低成本法则是指买卖都要以降低所持股票的成本为基准的交易准则。降低成本法则所确定的交易操作方法是，股票上升时卖出部分股票，股票下跌时持续买进股票。运用降低成本法则可有效降低所持组合的投资成本。

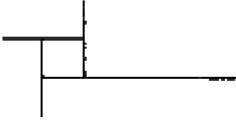
永续投资法则提出了投资组合中个别股票持续下跌时如何持续买进的应对方法，而 2/3 上限法则从资金的总体配置上提出了按一定比例预留现金的操作方法。

2/3 上限法则是将实际配置于投资组合的资金控制在一个必要比例的准则，按照这一比例对投资组合的资金配置进行动态调整，能够终极应对个别企业以及整个市场的波动变化。

长期持有法则是指坚持数年长时期持有低估值股票所购建的投资组合，特别是投资组合中投资成本降至零成本以下的企业更应长时间持有，而不必理会持有过程中的股市波动。长期持有投资组合，无论是组合中某些企业价值高速增长驱动，还是个别企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





业单纯股票价格波动都会出现股价涨幅数倍甚至数十倍乃至更高的情况。将长期持有并严重高估的股票卖出，能够增强投资组合的收益水平。

## 第二节 大数投资的基本原理

### 一、立足于投资国民经济确保投资整体安全

通过构建投资组合，可以拟合对全部上市公司的投资，投资全部上市公司等于并优于对国民经济的投资，从根本上解决了投资的整体安全问题。也就是说，立足于投资国民经济整体，不仅能获得安全稳定的投资收益，而且能够获得超过国民经济平均收益水平的较高投资收益。

#### 1. 一国国民经济的持续增长是企业群体成长壮大的反映

从生物学和生态学的角度讲，某种种群存在的意义就在于生生不息的繁衍与进化。人类尽管创造了有别于自然的社会形态，但仍然是自然的一部分，生生不息的繁衍与进化仍然是人类活动最基本的目的。

人类与自然界其他非人工饲养物种的不同之处在于，其他物种直接从自然界获取食物和其他生存所需维持繁衍进化，而人类所需不仅包括吃穿用住行等更广泛的产品和服务，而且这些产品和服务的绝大多数已经不是直接从自然界获取，而是通过企业这种组织方式进行生产以及市场交换的方式获得，即以社会经济组织的方式获得生存所需。国民经济就是人类满足自身生存和发展所需产品和服务的活动的总称。通常，考察国民经济状况，是从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产业和部门的角度进行的。国民经济是一个国家的生产、流通、分配和消费的总体，包括各个生产部门和为生产服务的流通部门，如工业、农业、建筑业、交通运输业、商业等，也包括文化、教育、科学研究、医药卫生等非生产部门。

国民经济运行结果一般以GDP衡量，它是指一个国家一年新增加的产品和服务的价值总和。正是这些新增加的产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。国民经济成为人们赖以生存和发展的经济基础，人们的生存和发展及其需求的不断增长推动了国民经济的持续发展和壮大。纵观人类的发展历史，特别是近现代以来的发展过程，可以清楚地做出判断，即人类社会所创造的产品和服务总量及其价值是持续增长的。

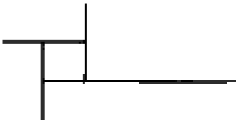
从结果上衡量，国民经济表现为每年GDP以及GDP的增加值是多少，但从来源上讲，国民经济的源泉是人的生产劳动成果，在现代经济中主要以企业为单位计量人们的生产劳动成果。如果对GDP的创造主体进行细分，主要有三大主体：个人或家计、政府等中介组织、企业。在现代经济中，一国GDP的70%是由企业创造的，并且企业的盈利能力超过个人和中介组织。简言之，一国全部企业的生产经营成果不仅决定了一国GDP的结果，而且优于以GDP所反映的社会整体新创造的产品和服务价值，因此投资于全部企业等于或优于投资国民经济整体。

### 2. 企业创造收益也分享收益

如果企业仅仅生产产品和服务而不分享在生产产品和服务过程中的收益，那么即使国民经济持续增长，投资人也未必能获得投资收益。事实上，企业在创造全社会GDP的主要部分并贡献于全社会的同时，自己也能分享其中的一部分。这一点，可以从国家新增加产品和服务总量的形成过程和结果上观察。从分享社会新创造产品和服务的主体衡量，GDP由四部分构成：一是中央政府或地方政府的税费收入；二是参与GDP创造过程的个人收入；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





三是非营利部门获得的捐赠收入和服务部门的中介服务费用收入；四是企业的盈利收入。除非某一特定时期的极端情况导致人类文明以及经济倒退，否则，全社会长期将维持 GDP 的持续增长。显然全部企业不仅能够分享利润，而且所分享的利润是持续增长的。

对企业能够分享经济成长中的合理利润以及所分享利润持续增长这一事实，经济学从企业特性上做出了理论上的解释。一方面，企业是追求收益的经济主体，没有收益，也就没有企业长期存在的理由。另一方面，企业能够创造较高的收益，是因为企业这种经济组织较之个人（或家计）或者政府有更低的交易费用支出，因此，企业能够形成较高的收益水平。这两方面的特性决定了企业在创造较高收益的同时分享其收益并促使企业整体不断成长壮大，形成企业资产和收益相互推动的成长模式。

### 3. 与国民经济共进退的投资策略能够消除投资恐惧

华尔街是证券投资的一种标识，人们称华尔街是由两种力量推动的，即贪婪和恐惧，它在某种意义上描述了人们单纯将股票作为一种交易筹码而逐利的表现。从人类演进的生物学考察，人们最脆弱的心理状态是生存恐惧，贪婪也来自于人们急于摆脱恐惧的心理诉求。

恐惧感是影响人们正常生存和科学决策的心理障碍，如果人们的思考和行为有利于消除恐惧感，生存心态趋于稳定，心理压力就容易消除或降低。将投资的基点定位于投资全社会的全部企业，意味着与国民经济共进退，从全社会所处的状态而言，相对消除了投资风险。它假定，如果整个社会运行正常，投资终极是没有风险的，即使经济有一定的波动，但投资的最终结果也是安全和稳定的。至于那些总是担心经济或社会出问题的杞人忧天心理，则完全没有必要。一个社会的前景是乐观的，投资人自然会分享其乐观成果；一个社会的前景如果不乐观，投资与不投资同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样需要承受不好的结局。

拟合投资全部企业的定位，消除了投资的终极风险，有利于投资人从根本上摆脱潜藏的恐惧心理干扰，投资过程和投资行为容易趋近于理性和安宁。人类的演进和发展是在波折中进行的，国民经济及其企业的成长也会时快时慢、时好时坏，但总体是持续演进和成长的。投资人所要做的是：当眼前出现困难时，要想到未来必然出现的而非猜测的美好前景；投资恰遇企业景气以及市场处于上升状态时，则需心怀谨慎想到企业也会出现低迷状态，市场也会向下波动。投资人的这种判断和态度，有利于投资人建立起增强投资收益的投资策略，即逆向投资策略，使市场估值达到一个较为合理的水平。例如，市场估值达到长期估值的平均水平后仍在进一步下降，由于投资人消除了投资恐惧心理，此时完全可以采取逆市场估值而动的策略，不但维持对原有投资的持有，还可以不断加大投资力度，构建较低估值的投资组合，并因此获得超额收益。

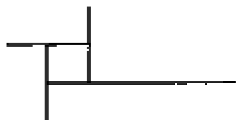
### 4. 全部上市公司的盈利水平高于全社会企业的收益水平

大数投资操作的核心内容第一项是组合投资，即通过科学的抽样方法，选择一组与全部上市公司资产及收益情况拟合的企业进行投资，选择投资组合样本企业所依据的投资价值是上市公司的净资产及其盈利水平，投资组合样本企业与全部上市公司的拟合，就是以组合投资中样本企业的净资产总额及其盈利水平与全部上市公司净资产总额及其盈利水平的拟合为基础进行投资。长期统计表明，以净资产为基准衡量，全部上市公司盈利水平高于全社会企业盈利水平，因此，组合投资能够获得超越社会平均投资收益水平的稳定合理的投资收益，即投资上市公司不仅解决了“以投资社会全部企业才能确保安全”的难题，而且带来了无须投资全社会企业同样有更好投资收益的结果。

无论是中国证券市场20余年的运行实际，还是发达国家更长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的实证都表明，全部上市公司比同时期社会全部企业有更高的盈利能力，以投资全部上市公司替代对全部企业的投资，不仅能够获得收益，而且收益水平高于投资全部企业的收益水平。例如1995—2010年的15年间，我国全部企业的净资产收益率保持了年均近10%的收益水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于12%的收益水平，以组合投资拟合投资全部上市公司，能够获得超越全社会企业平均水平的投资收益。

## 二、投资上市公司的价值增值原理

上市公司的价值增长基本来自于盈利，但投资上市公司的投资人的收益则不仅来自于上市公司的盈利，而且还来自于增发等再融资中的转移价值，前者称为投资者的内生价值，后者称为投资者的外生价值。

从静态的角度评价，投资在形式上是购买股票，实质上是购买有盈利能力的企业实体资产，而购买这些资产以后，无论其股价如何波动，这些资产总可以为投资人带来真实的利润收入而非股票价格上升那样的虚拟价值。

从动态的角度讲，能够产生收益的净资产可以为投资人带来不断增加的资产价值。对于长期投资上市公司的投资人而言，其投资组合企业的资产价值增值主要来自于两方面：一方面是企业经营收益所带来的净利润收益，可以将其称为内生价值。企业净资产在经营过程中能够产生净利润，企业留存的净收益形成新的净资产使原有净资产增加，创造出资产和收益彼此推高的循环。另一方面是企业再融资所形成的资产转移价值，可以称为外生价值。上市公司具有为公司现有投资人无偿转移净资产的特殊机制，也就是公司在增发配股过程中将新股东权益转移给现有股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般来说，能够盈利的上市公司更容易吸引新的股东加入。新股东一般以参与公司股份增发的形式进入公司，而上市公司增发股份时，会选择以低于其现有股票价格但高于其股份净资产的价格增发。企业增发完毕，新股东进入公司以后，财务上要按照同股同权的“同权化原则”重新确认各自的股份权益。股权同权化是指相同单位的股份在企业具有相同的权益，那么新加入上市公司的股东购买新股份所支付的价格高于原有股份的净资产，在同权化处理之前，新股份所带来的每股净资产高于原有股份每股净资产，新股份进入公司后进行同权化处理时，新股份较高的净资产将部分无偿地确认为现有股东的权益。因此，投资上市公司有较高的投资收益，不仅因为上市公司有高于社会企业平均水平的净利润收益，更因为由公司再融资所产生的外生价值能够与净利润复合形成较高的复利收益。

### 1. 上市公司盈利能够为投资人带来内生价值

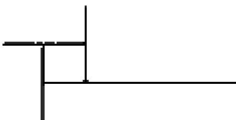
以净资产及其盈利视角观察上市公司，可以发现几个显著的特征。首先，不管上市公司市场价格如何波动，其盈利和净资产价值长期是持续上涨的。其次，不管有多少个别企业亏损甚至破产清算，但上市公司整体是持续盈利的，且净资产整体是逐步增长的。再次，上市公司的盈利水平显著高于同时期全社会企业的平均盈利水平。

强调上市公司盈利水平高于全社会企业盈利水平这一事实，有助于深刻理解投资上市公司的优越之处。上市公司之所以有更高的盈利水平，可以从三个角度理解。

第一，上市公司是全社会企业中的优选企业。企业为了融资而上市，需要满足投资人所需的经营及其业绩相对优秀的要求，监管部门据此提出同样的要求。中国沪深两市公司的上市目前均采用审核制或核准制上市制度，股份有限公司要上市融资，均需满足核准制要求的各项规定，并采取排队经发审委审查认可上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的制度，而有关的上市核准标准对企业经营、收益以及经营愿景都有比较严格的要求。例如，企业上市需连续三年以上净利润水平超过10%的规定高于国民经济全部企业的实际水平。

第二，上市公司信息相对公开透明。为了确保上市公司有持续良好的经营及业绩表现，无论是监管方，还是投资者，以及社会公众，都对其经营管理及其成果的信息透明有一定的要求。作为常规信息披露的制度安排，上市公司以季度为时间间隔，固定向社会提交信息披露公告，涉及人事、财务以及经营管理的重大信息内容，还需及时发布临时公告信息，对确保上市公司的经营管理及收益的较高水平，提供了良好的制度保障。

第三，上市公司持续融资的需求，要求其自觉保持良好的经营管理及收益水平。如果说，第一和第二项内容是外部对上市公司的强制性要求，这一项则来自于上市公司为满足自身再融资需要而形成的自我约束。股份有限公司因融资而成为上市公司，但股份公司选择上市的目的不是一次性融资，而是持续融资或者说再融资，上市公司为了达到再融资的目标，需要持续保持良好的经营管理及业绩水平。

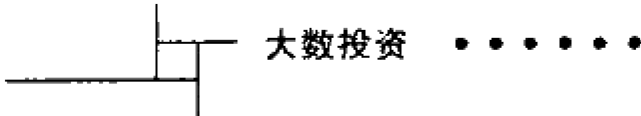
当然，上市公司经营业绩并非只是经营努力的结果，也有公司的实际控制人为了再融资而刻意调整的成分。例如，上市大股东将优质资产注入上市公司，控股股东通过并购重组改善上市公司经营业绩，等等。尽管如此，客观上上市公司的业绩获得提升，长期投资人也可因此获得业绩及资产的超额增长。

### 2. 上市公司再融资能够为长期投资者创造外生价值

投资能获得外生价值是投资上市公司的独特之处。尽管社会上的其他企业偶尔也能获得非经营性收益，例如获得政府财政补贴收入等，但投资人能够从企业经营管理之外获得有规律的和长期的资产收益，则非上市公司的外生价值莫属。

上市公司给已有股东带来外生价值的原理可以通过图1—1说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




明。为了清楚理解外生价值对投资收益的影响，图 1—1 是通过与内生价值进行比较说明的。

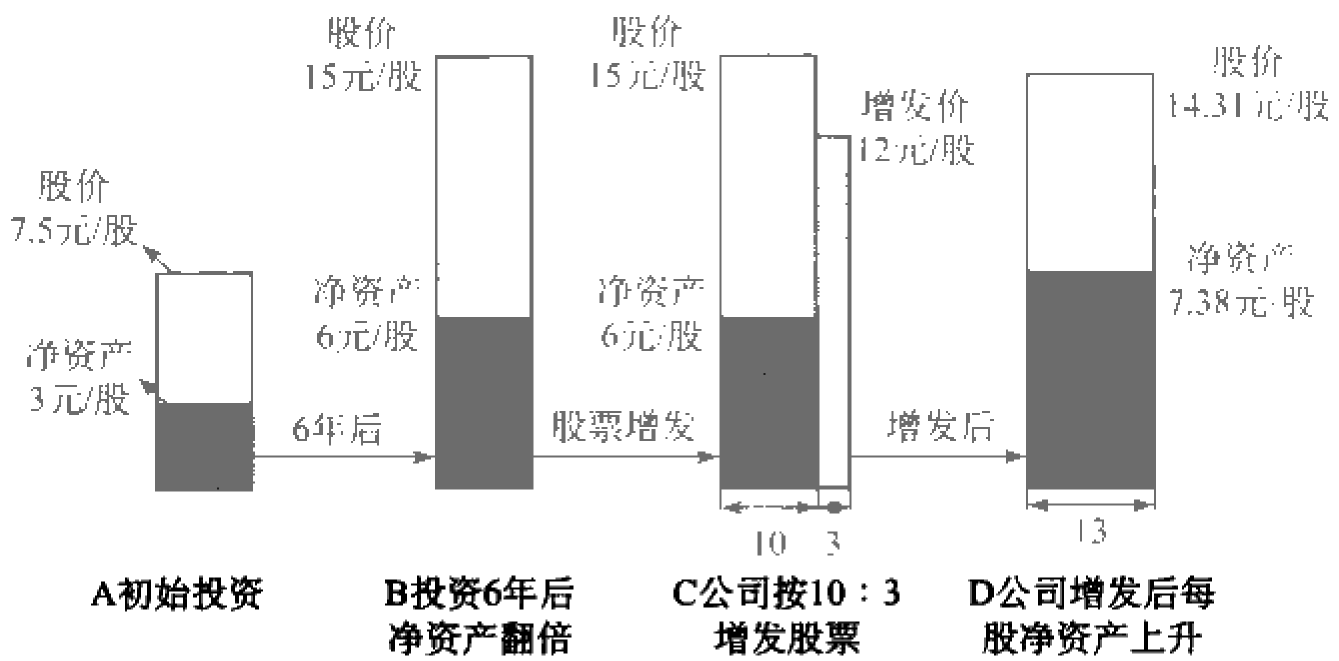



**图 1—1 内生价值和外生价值生成原理**

A 到 B 表示内生价值使投资组合净资产增长的情况。A 表示初始投资时以净资产 2.5 倍的投资成本即市净率 2.5 倍的估值水平以 7.5 元/股的股价购买了上市公司 3 元/股的净资产，公司复利收益水平的年均净资产收益率为 12%；B 表示大约 6 年后上市公司的净资产增加到 6 元/股，净利润收益使上市公司的净资产稳步增长。

C 表示在初始投资 6 年后上市公司进行了一次再融资，上市公司按现有股份对增发股份 10：3 的比例增发股份，增发价格为 12 元/股，也就是说，新股东给企业带来的权益为 12 元/股，高于公司现有股东 6 元/股的权益水平。

D 表示增发完成后公司进行权益同权化处理后，新老股东的权益转为大约 7.38 元/股的相同水平，新股东将自己大约 4.62 元/股的权益无偿转给公司的老股东，因公司再融资增发股份，老股东大约获得 1.38 元/股的外生价值。这 6 年间长期持有股份的投资者，初始投资所购买的 3 元/股的净资产增加到 7.38 元/股的规模，外生价值为长期投资上市公司的投资者的资产增长及投资收益起到了巨大作用。

图 1—1 以投资个别公司为例，说明了上市公司再融资为长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者创造外生价值的原理。组合投资样本企业整体创造外生价值的原理与此完全相同。投资组合中的企业有的在这一年再融资，有的在那一年再融资，每年都有一定的外生价值生成，以与内生价值叠加的复利收益为长期投资者带来超额投资收益，其收益效果超出人们直观感觉的程度。

比较一下以不同年均复利收益率投资的长期投资结果，可以充分体会上市公司再融资所创造的外生价值对长期投资收益的意义。以下数据显示的是，年均复利收益率分别为 10%，12%和 15%的 24 年的长期投资结果：

年均复利收益率 10%：初始投资的未来值增加到大约 10 倍。

年均复利收益率 12%：初始投资的未来值增加到大约 15 倍。

年均复利收益率 15%：初始投资的未来值增加到大约 29 倍。

当年均复利收益率由 10%增加到 12%时，24 年后的绝对投资收益增加了 5 倍；当年均复利收益率由 10%增加到 15%时，24 年后的绝对投资收益增加了 19 倍。这表明，同样规模的投资，年均复利收益率为 15%的投资抵得上大约 3 个年均复利收益率为 10%的投资。而上述三个收益率恰恰是近 20 年来中国企业收益状况的真实反映，10%是全社会企业复利水平的年均净利润率，12%是上市公司复利水平的年均净利润率，15%是投资上市公司的长期投资人获得外生价值基础上以复利水平计算的净资产年均增长率。

以组合投资的净资产增长拟合全部上市公司净资产增长进行投资，不仅可以获得超过全社会企业平均收益水平的企业净利润收益，而且能够获得再融资形成的外生价值。

外生价值与内生价值复合，使投资上市公司的投资有更高的年均净资产增长水平，其复利效应长期形成较高的绝对收益，这是组合投资上市公司能够获得超额投资收益的奥秘所在。至于购买上市公司净资产需要支付溢价成本的问题，当净资产增长以后以同样或更高的溢价卖出，则自然得到解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国自 20 世纪 70 年代末实施改革开放政策以来，国民经济保持了 30 多年年均 10%以上的增长。而自 20 世纪 90 年代创立证券市场以来，全部上市公司的整体净利润保持了复利年均 12%以上的水平，创造了同期全球经济的最高增长速度，也是近现代中国经济发展最快的时期。

未来较长时期，国民经济以及上市公司持续其高增长并非易事，但国际经验表明，不管经济增长快慢，上市公司总体上相对快于国民经济整体及社会整体企业的增长水平，加之投资上市公司可获外生价值的超额回报机制，投资上市公司依然可获得较好的投资收益。

### 3. 市场的随机性能够为投资人创造超额收益

市场的随机性既是证券市场整体价格的随机波动特性，也是个别企业股价的随机波动特性。市场向下或个别企业股价下跌，都会造成投资者账面价值的损失，但组合投资和长期投资完全可以克服这种随机波动造成的问题。

组合代表对全部上市公司的投资，其净资产长期必然增长，下跌的股价也必然回升。个别企业股价下跌甚至倒闭清算并不影响投资组合整体资产的增长。也就是说，市场的随机性并不会对投资造成实际的损害。相反，随机性还能带来超额投资收益的机会。因为投资是以上市公司的净资产及估值为基础的，由于组合整体的净资产不断增长，随机向下波动时可不予理会，但市场随机向上波动时，投资者可以分享其好处。

短期看，当个别企业股价随机向上大幅波动时，可以卖出一部分，使剩下部分的成本大幅度降低甚至降到零成本水平；长期看，个别企业成长为卓越企业之后，其收益成倍增长推动股价成倍增长，甚至资产没有显著增长但股价随机成倍增长，都能带来超额投资收益。

组合投资、长期投资确立了投资安全稳定的基础，而随机性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



则可能带来超额投资收益，这也是投资上市公司可以增强投资收益的原理之一。

### 4. 案例：刘元生为什么会获得高额投资回报

（1）刘元生投资万科获得高额投资收益。2006 年 12 月 1 日，《深圳商报》刊登了一篇报道，介绍了一位叫刘元生的投资者 18 年前作为原始股东投资深圳证券交易所上市公司万科股份获得高额回报的故事，这一报道内容后来不断见诸国内各大财经媒体。

报道称 2006 年 12 月 5 日是万科股份的“有限售条件股份可上市交易日”，即日起，刘元生作为原始股东所持万科股份由暂时不可流通交易转为可流通交易，所持 5 827.63 万股股份，以 11 月 28 日收盘价 10.85 元/股计算，股票流通市值为 6.32 亿元，按流通市值计算投资收益为 160 倍。

1988 年，刘元生以 1 元/股的价格购买了 360 万股万科股份，而此时万科的净资产为 1 元/股，即刘元生以平价方式，即股价与净资产相同价格认购了万科股份，所获万科净资产权益为 360 万元。不久他又投资 40 万元购入 10 万股，这次刘元生是以溢价方式，即股价高于净资产的价格购买了万科股份，所获万科净资产权益大约为 20 万元，即刘元生最初的投资为 400 万元，所获万科股份权益为 380 万元。自此刘元生坚持持有万科股份 18 年，所投 400 万元按股价计算增值到 6.32 亿元，刘元生获得了大约 160 倍的投资收益。

刘元生为什么有如此高的投资收益呢？这篇报道是从刘元生所持万科股份由不能流通转为可流通，流通的股份能够以较高的市场价格卖出获得高收益的角度报道的，首先给人们留下的印象是证券市场股票的高溢价为刘元生带来了较高的投资收益。

为了消除股价高溢价造成的模糊印象，可以从溢价背后的净资产价值变化的角度分析。结果发现，抛开股价溢价因素，刘元生所持股份净资产也以超常速度增长。按照 2006 年万科第 3 季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报告的内容，万科股份净资产为 2.5 元/股，刘元生所持5 827.63 万股万科的净资产为 1.57 亿元，刘元生最初投资万科 400 万元所获 370 万股的净资产权益为 380 万元，由 380 万元增值到 1.57 亿元，增加了大约 37 倍，18 年间刘元生所持股份净资产复利增长水平为年均 22.28%，远远超过万科股份公司净资产收益水平（如表 1—1 所示），万科股份公司这 18 年间的净资产收益水平为年均复合收益率 14.7%。

**表 1—1　　万科股份 1990—2006 年资产收益水平**

| 报告期 | 净资产收益率（%） | 总资产收益率（资本报酬率）（%） |
|---|---|---|
| 2006 年度 | 15.68 | 4.12 |
| 2005 年度 | 16.25 | 6.14 |
| 2004 年度 | 14.16 | 5.65 |
| 2003 年度 | 11.53 | 5.13 |
| 2002 年度 | 11.31 | 4.65 |
| 2001 年度 | 11.96 | 5.77 |
| 2000 年度 | 10.37 | 5.36 |
| 1999 年度 | 10.95 | 5.10 |
| 1998 年度 | 10.17 | 5.00 |
| 1997 年度 | 10.20 | 4.73 |
| 1996 年度 | 11.23 | 4.32 |
| 1995 年度 | 12.50 | 4.56 |
| 1994 年度 | 15.91 | 6.48 |
| 1993 年度 | 16.35 | 7.11 |
| 1992 年度 | 28.26 | 7.03 |
| 1991 年度 | 13.07 | 4.85 |

刘元生投资了万科，投资回报首先由万科有良好的经营收益而来，但刘元生所持股份的净资产增长水平却高于万科股份公司的净资产增长水平，显然除万科股份的盈利之外，刘元生一定得到了其他来源的净资产，那么这一部分净资产又来自于哪里呢?

（2）万科的融资。万科自 1991 年在深交所上市，到 2006 年为止已经成为中国最大的专业住宅开发企业之一。万科企业股份有限公司成立于 1984 年 5 月，于 1988 年介入房地产经营，1992 年正式确定大众住宅开发为核心业务。1988 年 12 月，公司公开向社会发行股票 2 800 万股，募集资金 2 800 万元。1991 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



29 日万科 A 股在深圳证券交易所上市交易。

作为深圳证券交易所第二家上市公司，万科在 18 年间获得了高速增长，1988 年万科第一次公开发行股份后净资产总额大约 5 600万元，到 2006 年 12 月初净资产总额近百亿元。

观察万科的成长过程，可以发现一个有趣的现象：在其销售收入、资产和净利润三项指标中，销售收入增长最快，年均复合增长率超过 40%；资产增长次之，年均复合增长 33.3%；净利润收益水平最低，年均复合增长 14.7%。如果考察非上市公司对投资人的回报，所用指标就是公司的盈利水平，而不是公司的净资产增长水平，因为非上市公司因融资带来的净资产权益一般属于新加入公司的投资人。如果万科是一家非上市公司，投资人的收益水平就是其净利润的收益水平，为年均复合增长 14.7%。

与投资非上市公司不同，投资上市公司的投资人的净资产的实际增长水平，介于公司盈利水平和净资产增长水平之间。投资上市公司的投资人所获净资产权益的增长一部分来自公司的盈利，一部分来自公司再融资时由新股东无偿转移的净资产。

由表 1—2 可以看出，万科股份上市以来持续不断融资，截止到 2006 年 12 月，万科向股东融资总额约为 51 亿元，即公司净资产总额中有 51 亿元为投资人投入企业的部分，而此时万科净资产总额为 99 亿元。这 18 年中前前后后有股东向万科投入了 51 亿元的净资产，包括派现回报部分，万科给投资人带来的净资产回报为 69 亿元，即投入万科的 1 元钱平均有 1.35 元的净值回报，但投资上市公司时间前后不同的投资人回报有明显差异，越早的投资人有越高的资产增值回报，原因就是越早的投资人获得越多的外生价值。

**表 1—2　　万科股份 1988—2006 年融资统计**

| 序号 | 时间 | 项目 | 募集资金（亿元） |
|---|---|---|---|
| 1 | 1988 | 首次公开发行 | 0.28 |
| 2 | 1991 | 配售、增发 | 1.27 |
| 3 | 1993 | 对境外投资者发行 B 股 | 5.055 1 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| 序号 | 时间 | 项目 | 募集资金（亿元） |
|---|---|---|---|
| 4 | 1997 | 增资配股 | 3.83 |
| 5 | 2000 | 增资配股 | 6.25 |
| 6 | 2002 | 可转债 | 14.75 |
| 7 | 2004 | 可转债 | 19.6 |
| 合计 | 约51亿元 | | |

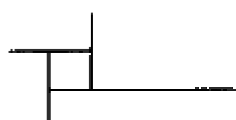
（3）万科的股利分配。刘元生最初购买万科的股份大约为370万股，18年后，所持股份则增加到5 000多万股。由表1—3可以看出，刘元生持续增长的股份来源于万科股份公司历年的送股或转增股份，其净资产的增长由此表现为所持股份的增加。上市公司对股东实施送股或转增股本的资本来源既有公司盈利收益，也有配股或增发而增加的资本公积。一方面，上市公司持续盈利，股东所持股份的净资产增长，公司可以将这部分利润转成股本送或赠予股东。另一方面，公司配股或增发股份将产生对老股东的外生价值，老股东所持股份的净资产由于外生价值产生的资本公积而增加，公司可以将资本公积转为股份送给股东。刘元生最初购买股份净资产的持续增长如此变成了所持股份数量的持续增加。

**表1—3　　1993—2006年万科股利分配统计**

| 序号 | 公告日期 | 分红方案（每10股） | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 送股（股） | 转增（股） | 派现（元） |
| 1 | 2006-7-14 | 0 | 0 | 1.5 |
| 2 | 2005-6-21 | 0 | 5 | 1.5 |
| 3 | 2004-5-14 | 1 | 4 | 0.5 |
| 4 | 2003-5-19 | 0 | 10 | 2 |
| 5 | 2002-7-10 | | | 2 |
| 6 | 2001-8-14 | | | 1.8 |
| 7 | 2000-8-10 | | | 1.5 |
| 8 | 1999-7-29 | 1 | | 1 |
| 9 | 1998-7-4 | 1 | | 1.5 |
| 10 | 1997-6-19 | 1.5 | | 1 |
| 11 | 1996-7-19 | 1 | | 1.4 |
| 12 | 1995-6-22 | 1.5 | | 1.5 |
| 13 | 1994-6-2 | 3.5 | | 1.5 |
| 14 | 1993-3-25 | 5 | | 0.6 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





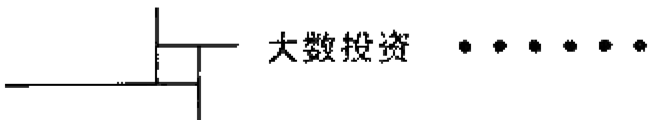
自《深圳商报》的报道后，万科又进行了两次融资：2006 年 12 月 22 日，万科以 10.5 元/股的价格向 10 大股东定向增发 4 亿股，募集资金大约 40 亿元；2007 年 9 月 5 日，万科以 31.53 元/股的价格再一次增发大约 3.17 亿股，募集资金大约 100 亿元。至此，万科向投资人融资总额大约为 191 亿元。截止到 2011 年 6 月 30 日，万科股本总数大约为 110 亿股，分红总额大约 60 亿元，净资产为 4.2 元/股，净资产总额大约为 462 亿元，以净值增长衡量万科股东的平均回报是原始投资的 1.73 倍。2011 年 9 月 30 日，万科股票价格为 7.24 元/股，市值总额大约为 789 亿元，以市值衡量万科股东的回报是原始投资的 3.44 倍。

与全体股东回报形成鲜明对比的是刘元生获得了巨额投资回报。万科在 2006 年和 2007 年高价融资后，又分别于 2007 年 5 月以 10 转 5、2008 年 6 月以 10 转 6 的比例向股东赠送股份，刘元生的股份总额增至 13 379.12 万股，除去分红收益，截止到 2011 年 6 月，刘元生投资净值增加到 5.62 亿元，2011 年 9 月 30 日刘元生所持股票的市值达到大约 9.69 亿元。刘元生的净资产增长其中大部分并不是万科公司盈利所带来的，而是通过融资从新股东手里转移过来的。

## 第三节 投资上市公司的盈利模式

组合投资上市公司以其净资产价值及其盈利为价值基准，投资收益基础稳定，投资资产安全有保障。不过投资人仍然会有顾虑，购买上市公司所支付的价格成本高于其净资产价值，在这种情况下投资回报是否合理呢？组合投资的收益模式表明，组合投资上市公司不仅安全稳定，而且有较高的投资回报。投资盈利模式可以用净资产增长驱动股价上涨的二元收益模式以及复利收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




模式来表达。

## 一、净资产增长驱动股价上涨的二元收益模式

组合投资的盈利模式可称为二元收益模式，即资产增值加利得的收益模式，如果考虑到外生价值源于利润的逻辑，二元收益模式也可称为利润加利得的收益模式。

投资人投资上市公司的资产增值来自于利润和外生价值的复合增长，利得是股票差价所得。组合投资能确保样本企业总体有合理的利润收益，有较好盈利水平的企业可再融资并产生外生价值，利润与外生价值复合使原有股份净资产较快增长，并最终推动价格上涨使长期投资股东获得利得收益。

利得是由股东所持股票上涨后的股价与购买股票初始价格之差带来的收益。组合投资上市公司有较高的回报，最终就体现在长期投资的利得回报上。外生价值以及利得收益都源于上市公司的盈利。所以说，利润是带来投资收益的源泉和决定性因素。

### 1. 价值增长的源泉是上市公司的盈利收益

首先，上市公司能创造利润而且利润水平高于全社会企业的盈利水平，这表明将其净资产作为投资的价值基准是恰当的。上市公司利润的一部分可直接作为现金分配给投资人，这直接表现出投资必有回报，而留存利润则可增加企业的净资产价值，从而在较高净资产的基础上形成更多的利润回报。

其次，上市公司再融资的条件之一就是企业持续盈利。上市公司再融资对企业老股东能带来外生价值，外生价值又提升了老股东所持股份的净资产价值。因而形成外生价值的前提条件也是企业利润。

再次，有保障的利得收益来自于企业净资产的增长。影响股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票价格的因素很多，很难测量各种因素影响股价变动的具体结果，但如果企业有利润，投资人就可以确认自己一定能够获得股价上涨的利得收益。市盈率的含义之一就是股票价格对盈利的溢价倍数。买进市盈率低的股票，这些股票价格终归会上涨，而且买进股票后即使股价下跌，但只要有利润支撑，股价还会回升并超过原有的价格水平。如果企业利润增长，企业股票价格的上涨幅度则将以市盈率为倍数高出利润增长。

由此可见，利润作为价值增值的源泉如此重要，在可能的情况下，投资人在选择组合企业时应多花费一些精力研究利润状况，力争厘清企业利润来源，识别利润真假。

厘清利润来源的核心问题是，确认企业利润的主要来源是主营业务带来的利润，还是非主营收益甚至营业外收益。如果企业利润主要来源于主营业务利润并持续时期较长，则利润稳定而可靠。

企业的利润必须落实在真金白银般的现金上。以大量存货、应收账款计算的企业收入，尽管也能最终转化为企业利润，但投资人应该打一些比企业自己减值还要多的折扣，才能保证这些利润指标使用的安全。

企业因重大资产处置等一次性损益处理获得的利润，有时尽管有真金白银般的现金作基础，但未必有可持续性。对于企业因投资其他上市公司的股票而在账面上获得的高额回报，投资人更应保持警惕。

### 2. 利得可破溢价投资上市公司的难题

购买股票需要支付高于其净资产的溢价价格，似乎投资者为购买上市公司净资产比非上市企业多支付了成本，由此溢价投资上市公司成为投资的难题。但投资上市公司可获利得。溢价买进，同样可以溢价卖出。投资上市公司能够获得更高的利得回报，源于现代经济中资产及其收益的证券化运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产及其收益的证券化是指，在证券市场，企业的经营资产以及利润以证券资产及其市场价格交易，证券资产价格不以会计上的净价来交易，而是以倍加于资产净值的价格进行交易。表现在企业股票价格上就是，股票价格是倍加的净值水平，一定幅度的利润增长，能带来以市盈率为衡量基准的倍加于利润增长幅度的股价上涨。

由于资产及其利润的证券化，整个社会增加的财富包括两部分内容：一是 GDP 增长部分；二是 GDP 中包含的上市公司利润以上市公司股票价格上涨增加的虚拟财富部分。例如，国家上一年 GDP 为 40 万亿元，本年度 GDP 为 44 万亿元，本年度 GDP 比上一年新增加 4 万亿元。从全社会新增加产品和服务价值的角度计算，本年度全国新增社会财富总额是 44 万亿元，超过上一年 4 万亿元。如果其中由于上市公司的利润总额比上一年新增2 000亿元，说明全社会新增财富总额要远大于 4 万亿元。

假如本年度股市平均市盈率为 20 倍，上市公司新增 2 000 亿元利润能驱动股市市值增加 4 万亿元，比 2 000 亿元多出38 000亿元。显然，以股票市值计算多出的 38 000 亿元并没有实际的财物与之对应，对全社会而言，多出的部分只是一种虚拟财富。股票市场所显示的财富增长对全社会而言是虚拟的，但对投资人个人来讲，则是实在的，投资人可以按股价卖出上涨的股票，获得利得收益。

资产及其利润的证券化所带来的财富效应，可以用图 1—2 企业利润以及企业利润增长驱动价格上涨的原理加以说明。

例如，某企业上年度的净资产为 2.5 元/股，上年度企业净资产收益率为 20%，收益为 0.5 元/股。如果市盈率为 20 倍，该企业上年度股票价格为 10 元/股。如果本年度保持同样的净资产盈利水平，企业的利润达到 0.6 元/股，如果市盈率仍然保持 20 倍，股票价格将会上涨到 12 元/股，利润的增长是 0.1 元/股，而股价上涨是 2 元/股，股价上涨带给投资人的回报是企业利润带给投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人回报的 20 倍。

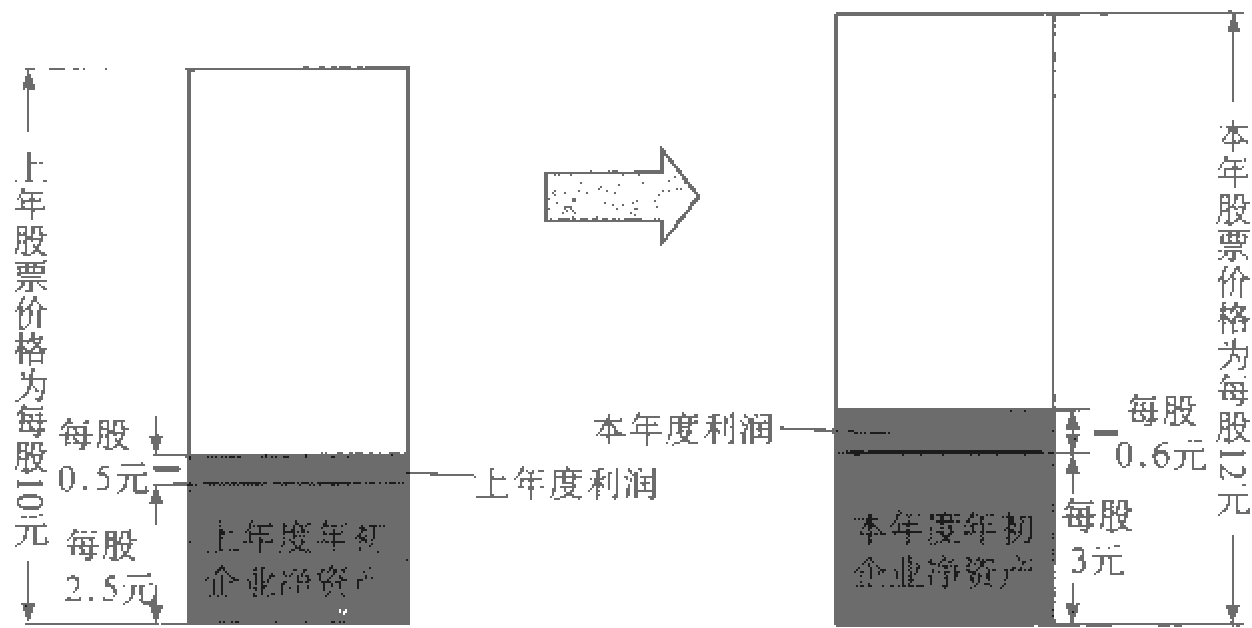


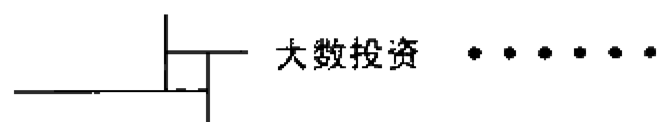

**图 1—2 利得收益的形成原理**

对利得可以为组合投资带来高回报的原理，可以做进一步解释。仍然看上述例子，投资人以 10 元/股购买的股票，净资产为 3 元/股，公司业绩为 0.5 元/股，投资人若以自己买进股票的价格衡量，利润收益水平为 5%。当公司业绩上升到 0.6 元/股、股价上升为 12 元/股时，用买进股票的价格衡量，股票的利润收益水平为 6%，投资收益增加了 1 个百分点。但以股价上涨带来的利得收益为 20%（（12−10）/10×100%=20%）来衡量，投资人收益增加了 15 个百分点。假如这时市场市盈率达到 40 倍的水平，股价将上涨到 24 元/股，股价上涨带给投资人的利得收益为 140%（（24−10）/10×100%=140%），由此，利得可以为组合投资带来高回报的原理更清楚地表现出来。

## 二、复利收益模式

复利通常也称为“利生利”，就是在持续投资中，不仅最初的投资本金产生利息收益，而且已经产生的利息收益可以转化为投资本金带来新的利息收益。在一定的复利年度收益率水平下，本金收益带来利息，利息转化为本金后使原有本金增大而且使下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




一年的利息增加，从而形成本金和利息彼此推动的循环。从长期看，在复利收益模式下，以百分点为单位的年度收益率，表现出惊人的绝对收益水平。

### 1. 投资的复利收益超过人们的直观想象

标准普尔500股票指数是优选股票组合指数，其表现高于美国证券市场的随机投资股票组合指数，而按照一定的指标，例如市盈率指标或投资回报率指标，在标准普尔500股票指数的股票中再进一步优选股票进行组合投资，结果比投资标准普尔500股票指数有更好的收益结果。那么，差距究竟有多大呢？从年均收益水平看，从标准普尔500股票指数的股票中优选股票的投资组合的投资收益，高于标准普尔500股票指数2～3个百分点。直观上看，差距并不是很大，对于这样的差距，炒家们会不屑一顾，一些投资人也可能意识不到它的长期影响结果。

笔者在课堂上以及市场上做过的调查表明，投资人的直观感觉难以体会到2～3个百分点的收益率对长期收益的巨大影响。以杰里米·西格尔的统计为例，1957—2003年，标准普尔500股票指数的年均收益是11.18%。以市盈率指标为基准，从标准普尔500股票指数的股票中选取的企业投资组合的年均收益是14.07%。后者比前者的年均收益水平高出不到3个百分点，但是从二者50年的复利收益结果看，差距是巨大的。投资标准普尔500股票指数的收益增长了大约130倍，而在标准普尔500股票指数的股票中优选企业组合投资的收益则增长了大约420倍。投资股票长期复利效应的影响显然超出人们的直观想象，这也表明，应用大数投资进行长期投资能够获得稳定而可观的投资收益。

### 2. 投资收益复利效应是指组合股票投资的整体表现

股票投资的整体表现，一方面指股票投资组合的整体而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每一只股票的表现，另一方面指投资组合的长期表现。

从投资组合的整体考虑，由于投资结构收益的不确定性，投资的个别股票不可避免会出现亏损甚至较大亏损，但由于那些投资成功的股票有较高的收益，投资组合就能够保持较好的收益水平。从投资组合的长期表现考虑，并非每一年的投资收益率都是均衡的，某一年投资收益率可能高一些，某一年投资收益率可能低一些，长期看，会获得一个有复利效应的投资收益结果。

### 3. 组合投资的低税费成本支付有利于形成复利收益模式

投资人自身人工成本费用较低，投资人可以自己为自己投资，不需要计较高工资待遇，正如投资家巴菲特所言，给自己烧饭不需要支付高额的厨师费。

投资人利用公开信息投资，不需支付高额信息费，更不需要像炒家们那样靠高额费用获取所谓的内幕消息。

投资人坚持长期投资，没有频繁交易，不需要支付高额的交易费用。例如，一个运作 1 000 万元的投资人，年均有 15%即 150 万元的投资收益，资金的周转次数为 2 年一次，每年 500 万元的交易额，按照目前单向收取 1%的交易税率和 0.5‰的双向交易费用计算，投资人年均交易费用不过 1～2 万元，与 150 万的年均收益相比，税费比率不到 2%，负担较低。



参考资料

**复利公式与“72 法则”**

复利公式是计算复利收益的数学公式，其表达式如下：

$$FV_t = PV\ (1+R)^t$$

其中，$PV$：现值，现在投资本金；

$FV_t$：投资的未来值，现在投入的一定本金 $t$ 年后的余额；

$R$：年均复利收益率；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$T$：复利收益年限

为了简洁直观地理解复利收益的意义，可以使用“72法则”所提供的简便方法计算复利收益，也可以据此直观地观察长期投资的年均收益率和投资收益绝对额的关系。

“72法则”是复利公式的一种近似表达方式。用来估算投资本金翻番所需要的时间与投资收益率相互间的数量关系。公式为：

$$t=72/r$$

其中，$t$是投资本金翻番的时间；$r$是复利年均投资收益率。

原意是指，以1%的复利来计息，经过72年以后，本金会翻一番。

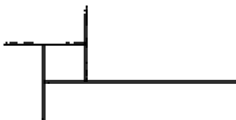
这个公式的便利之处是它能以一推十。例如，8%年均投资收益率的投资，经过9年（72/8）本金就翻一番；12%年均投资收益率的投资，经过6年（72/12），本金就翻一番。

除去1990—1995年上市公司净利润超常增长的年份，1996—2010年上市公司整体净利润保持了年均12%的复利增长。加上大约年均3%的外生价值的复利增长，同时期的投资人所投投资组合企业的净资产大约有年均15%的复利增长。按照“72法则”计算，不到5年投资组合的净资产翻一番，15年间，投资组合的净资产可以翻三番以上，为初始投资时的8倍以上。

在实际应用时，“72法则”估算值与精确计算出来的数值误差不是很大。因为随着收益率降低或翻番时间的加长，误差变得越来越小。例如当一年投资翻番时，用“72法则”估算的年收益率为72%，而精确计算的收益率为100%，误差为28%，但这种误差可以明确地观察出来，显然也没必要使用。如果翻番时间为3年，“72法则”估算出的年均收益率与精算出的数值误差为1.99%，超过3年，误差不到1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





## 第四节　大数投资的有效性得到长期实践的检验

大数投资的有效性是指该方法易于操作并能取得良好投资收益。一方面，该方法不仅从逻辑原理给出了确保稳定投资收益的操作方法，而且实践上能具体应用；另一方面，该方法简便易行，适合实际操作。从不同行业选取多家企业，构建投资组合并长期持有，是大多数投资人都可办到的事。通过中外投资实践的总结，更容易充分理解大数投资的有效性。

国外发达国家证券市场的长期运行和中国证券市场创立以来运行结果显示，首先，选择一些代表性公司进行组合投资可以拟合对全部上市公司的投资；其次，在合理估值水平下构建投资组合并坚持长期持有，投资人可以获得超过市场平均水平的较高投资收益。

### 一、指数化投资验证组合投资有效

指数化投资是指以跟踪股票指数走势为目标的股票组合投资方法，组合中的股票及其权重构成，与股票指数中的股票及其权重构成一致。

指数化投资起源于“随机漫步”的投资理论。20 世纪 60 年代，美国的研究者们发现，市场中那些众多所谓专家们精心挑选的组合投资的业绩，并不比随机选取一组股票的投资有更好的业绩，主张随机选择企业股票作为投资组合的“随机漫步”理论由此形成。

在研究者们观察这一现象并探讨其缘由和意义的过程中，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国先锋投资集团的创始人约翰·鲍格尔等为代表的基金管理人创造出跟踪指数进行投资的方法，这种方法后来被人们称为指数化投资方法。

伯顿·麦吉尔的实证研究发现，指数化基金的平均收益水平高于所有基金的收益水平，年均达 3 个百分点之差，其长期复利收益差距巨大。这表明，组合投资必然获得投资收益，而且比所谓精选个股或频繁交易的炒作有更好的投资收益。

我国证券市场的指数基金运行时间较短，但仍然表现出优于所有基金投资业绩的结果和趋势，这同样表明，以组合投资的途径投资上市公司既安全又稳定。

不过，指数化投资方法对普通投资者来说也存在适用难题。市场上发布的大多数指数中所包含的企业数量较多，如沪深 300 指数是目前许多指数基金的标的对象，但选择 300 家企业构建投资组合，显然对一般投资人而言难以操作。

## 二、国外证券市场验证低估值构建投资组合可增强投资收益

美国沃顿商学院杰里米·西格尔教授对低估值构建组合可增强投资收益进行了实证研究。他计算了每年 12 月 31 日标准普尔 500 股票指数中全部 500 家公司的市盈率（用年底的价格除以过去 12 个月的利润），将这些公司按照市盈率高低分为 5 组，并计算了每一组公司组合在下一年的投资收益。

用同样的方法，他还计算了标准普尔 500 股票指数中全部 500 家公司以股利收益率、资本支出比率高低为标准分组的企业组合的投资收益，并比较了以标准普尔 500 股票指数为基准进行指数化投资的结果，印证了对指数股票优化选择有更好投资收益的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



研究结果表明，市盈率、股利收益率、资本支出比率，都可以成为从标准普尔 500 股票指数公司中进一步优选企业组合投资的指标。市盈率越低，公司组合投资的收益越高；股利收益率越高，公司组合投资的收益越高；资本支出比率越低，公司组合投资的收益越高。

如图 1—3、图 1—4、图 1—5 所示，公司组合投资的收益结果为，市盈率较低的组合高于市盈率较高的组合，股利收益率较高的组合高于股利收益率较低的组合，资本支出比率较低的组合高于资本支出比率较高的组合。

1957—2003 年，投资标准普尔 500 股票指数企业，年均投资收益率为 11.18%，而最低市盈率公司组合、最高股利收益率公司组合、最低资本支出比率公司组合的年均收益率分别达到 14.07%，14.27%，14.78%，高于标准普尔 500 股票指数的年均投资收益率 3 个百分点左右。以这些指标优选公司组合投资的累计收益高于标准普尔 500 股票指数全部公司组合多达 3 倍左右，与最初的投资相比，则高出 300 倍左右。

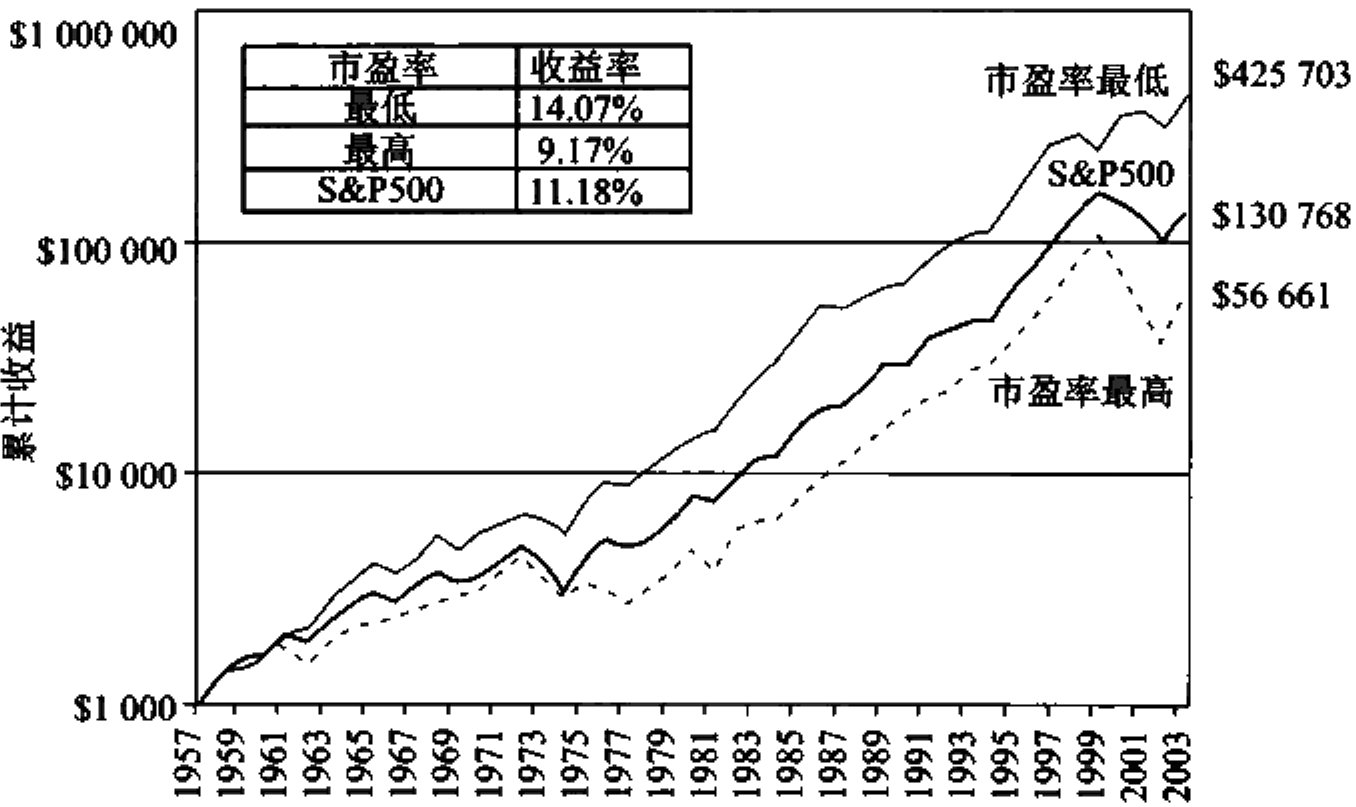



图 1—3 标准普尔 500 股票指数的累计收益（按市盈率比较）

资料来源：杰里米·西格尔：《投资者的未来》，北京，机械工业出版社，2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



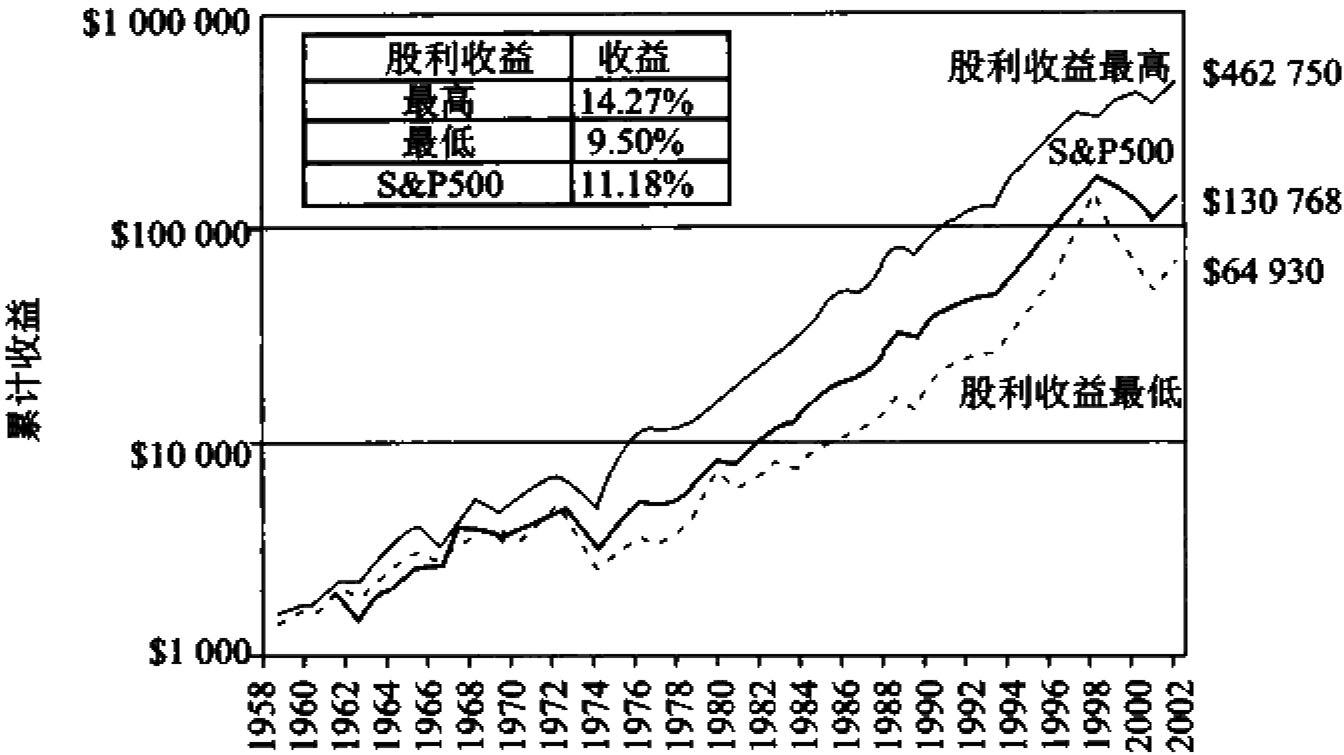



**图 1—4 标准普尔 500 股票指数的累计收益（按股利收益率比较）**

资料来源：杰里米·西格尔：《投资者的未来》，北京，机械工业出版社，2006。

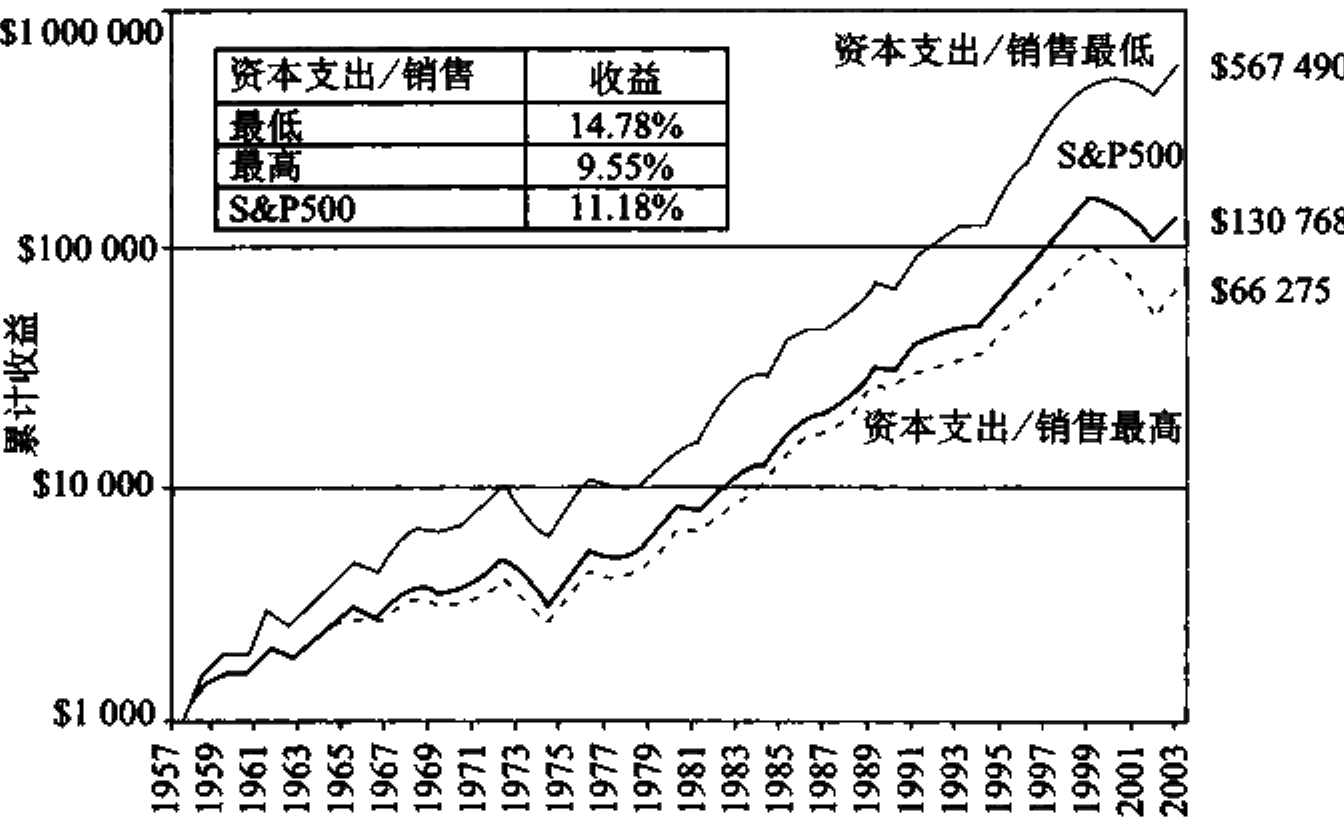



**图 1—5 标准普尔 500 股票指数的累计收益（按资本支出比率比较）**

资料来源：杰里米·西格尔：《投资者的未来》，北京，机械工业出版社，2006。

## 三、中国证券市场验证低估值构建投资组合可增强投资收益

中国证券市场的发展历程较短，相对于发达国家的证券市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而言显得不够成熟。就个别上市公司的表现而论，经营失范、业绩低劣的企业不在少数。股票价格的波动，相当程度上并不反映企业经营状况及业绩水平，似乎没有投资价值。但统计检验的结果证明，在沪深两市证券市场中，运用大数投资进行系统操作，投资人能够获得较好的投资收益，而且这一投资收益水平在全球范围比较也处于领先地位。

这可以从两方面加以理解：一方面，在上市公司数量逐年增加的同时，全部上市公司持续保持良好的经营业绩，为投资人投资上市公司创造了坚实的价值基础；另一方面，上市公司股票价格波动的实际，为投资人构建低估值的投资组合提供了市场环境。

### 1. 全部上市公司持续保持较高盈利水平

中国自 1990 年创建证券市场以来，市场规模有了显著增长。到 2010 年末沪深两个证券市场上市公司的总数已达 2 100 家，全部上市公司的净资产达到约 11.2 万亿元的规模，图 1—6 和图 1—7 反映了上市公司 20 年净资产增长及其盈利表现。

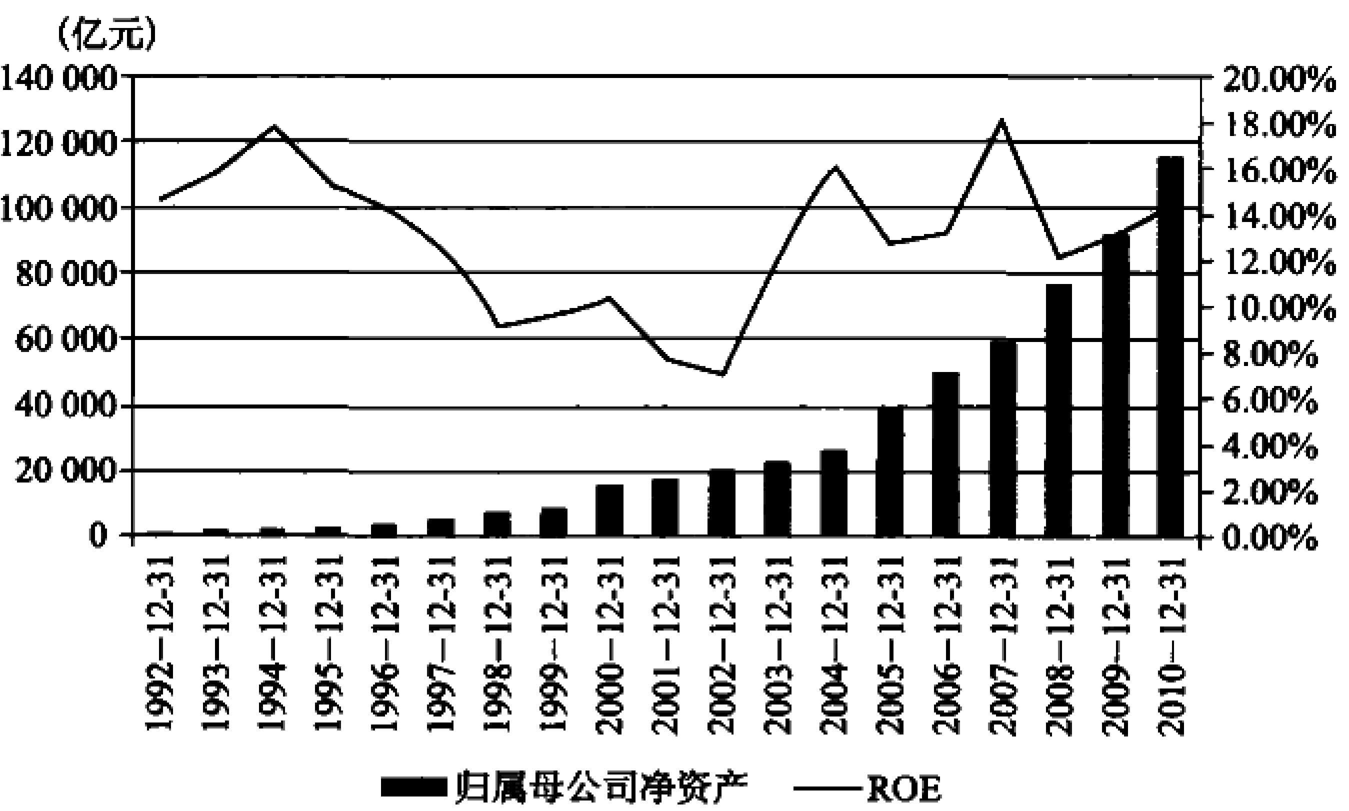



**图 1—6 1992—2010 年上市公司净资产与 ROE**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



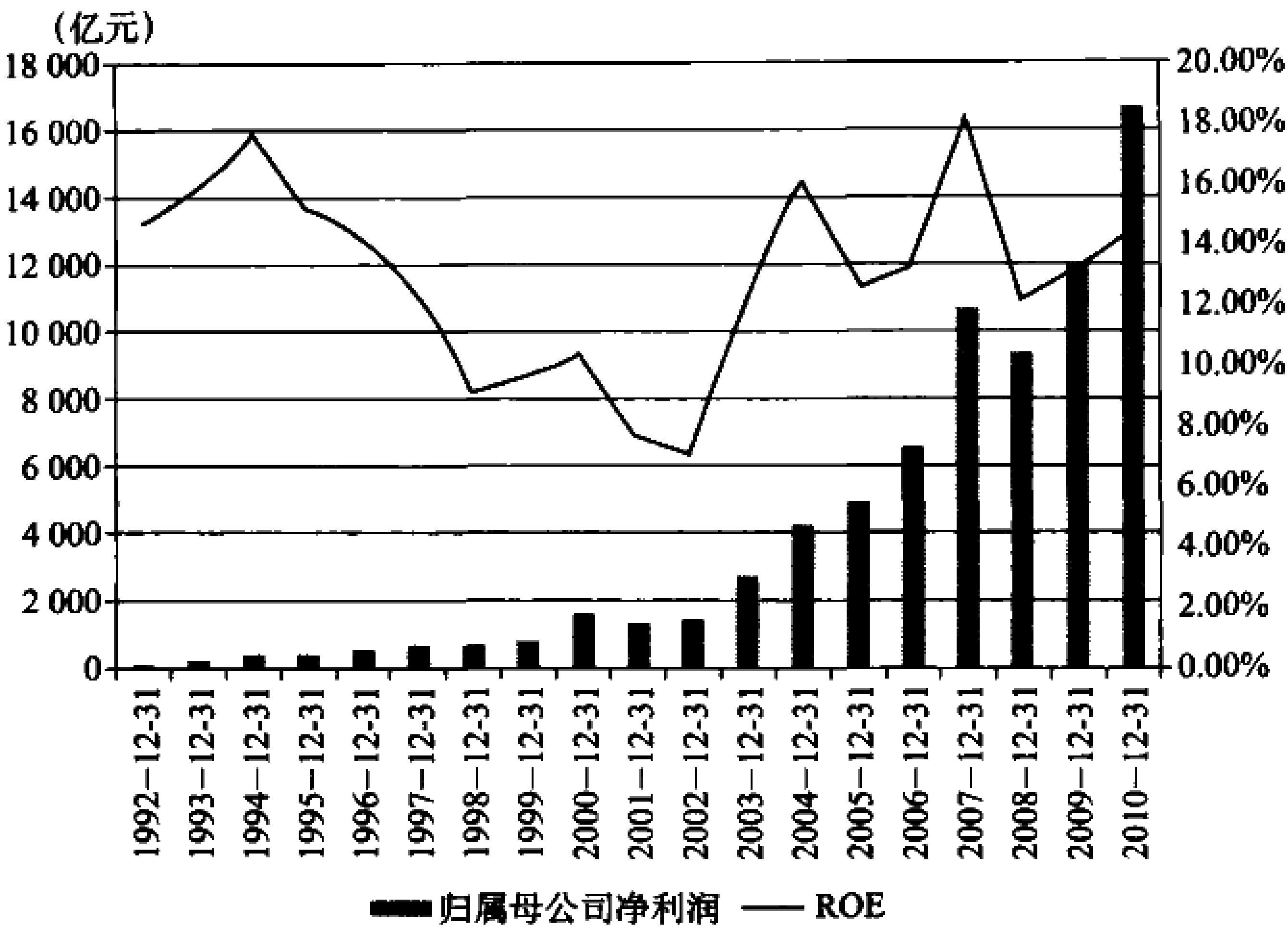



**图 1—7　1992—2010 年上市公司净利润与 ROE**

如图 1—6、图 1—7 所示，全部上市公司的净资产收益率持续保持较高水平，并没有因为上市公司数量的逐渐增多和净资产总规模的逐步增加而有所降低。1992—2010 年沪深股市上市公司的净资产收益率达到了年均复利 12%以上的收益水平，这一结果表明，投资人不管是早投资还是晚投资，只要构建投资组合后长期持有，必然获得较高的净资产复利收益。按年均复利 12%的收益水平计算，投资人所持投资组合企业整体净资产的翻番时间大约为 6 年。

过去 20 年间，多数上市公司因其良好的经营状况及业绩表现，通过增发或配股进行了再融资。因再融资所形成的外生价值每年大约为 3%，外生价值与内生价值复合，使长期投资者所持投资组合中归属他们的净资产复利增长达到年均 15%的水平。在有外生价值收益的前提下，长期投资人所持组合中归属他们的净资产翻番时间由 6 年缩短至 5 年。以上市公司盈利为基础的净资产的较快增长，奠定了长期投资回报的坚实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基础。

不仅上市公司股票价格指数长期而言是上涨的，而且股价指数长期上涨趋势和上涨幅度同上市公司整体收益及其资产的上涨趋势和上涨幅度基本一致。

图 1—8 反映了上市公司净资产增长与市值变动的情况。上海证券市场股票价格综合指数由 1992 年创立之初的 100 点上涨至 2010 年年底的 2 008.08 点，深圳证券市场的成分价格指数由 1994 年创立之初的 1 000 点上涨至 2010 年年底的 12 458.55 点。影响上市公司股票价格的因素林林总总，不计其数，概念、题材、板块、宏观经济政策甚至谣言都会影响股市价格，但这些因素对股价变动的影响结果不仅难以预测，而且影响效应都具有短期特性。但由图 1—8 可以判断，上市公司市值的长期变动趋势与全部上市公司净资产的增长趋势一致。不仅如此，该图特别清楚地显示出，在市场处于较低估值水平时投资，长期而言不但安全而且将获得相对较高的收益。

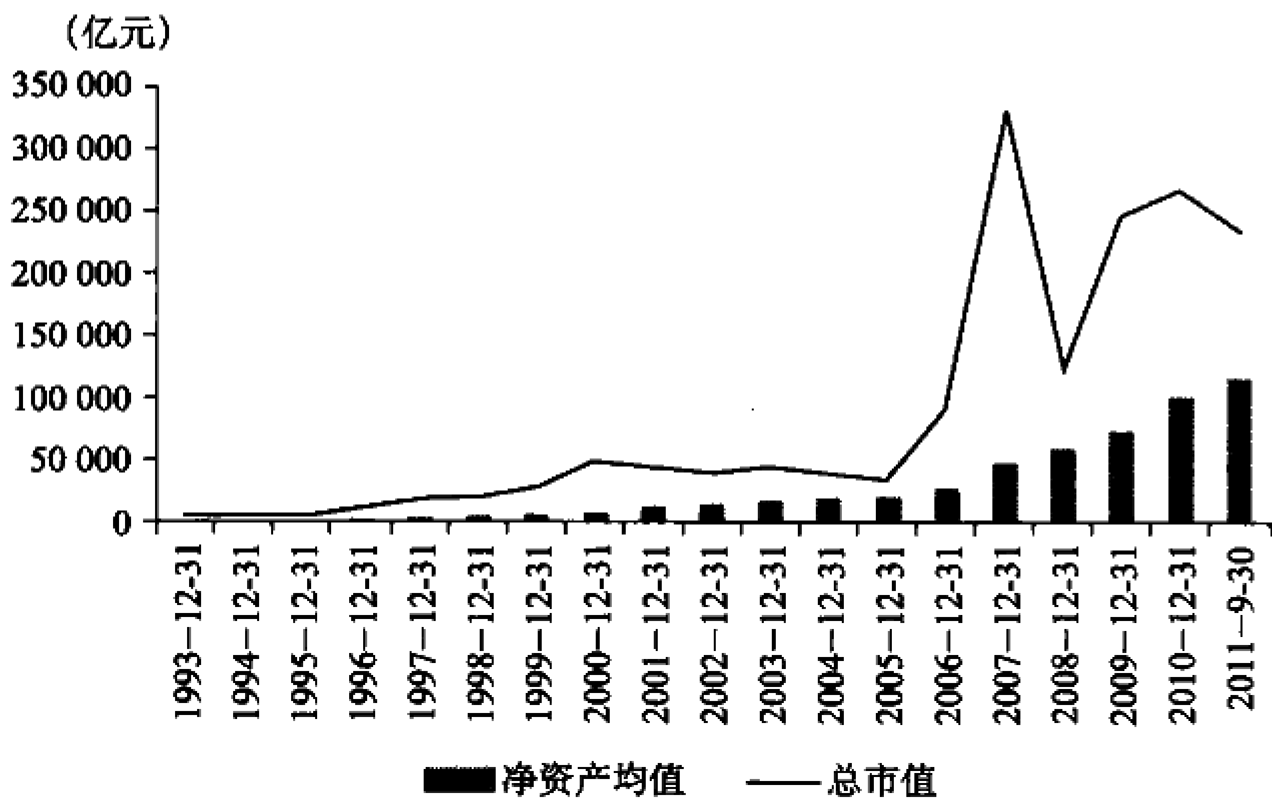
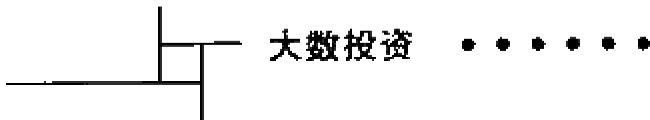



图 1—8 1993—2010 上市公司净资产与市值变化趋势

### 2. 低估值构建投资组合有更好的投资收益

沪深股市上市公司盈利及净资产持续增长并推动股价上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




的事实表明，组合投资可以获得安全稳定的投资收益。而统计结果表明，选择低估值企业构建投资组合，能够获得超过市场平均水平的投资回报，这一结果可由图1—9和图1—10反映出来。

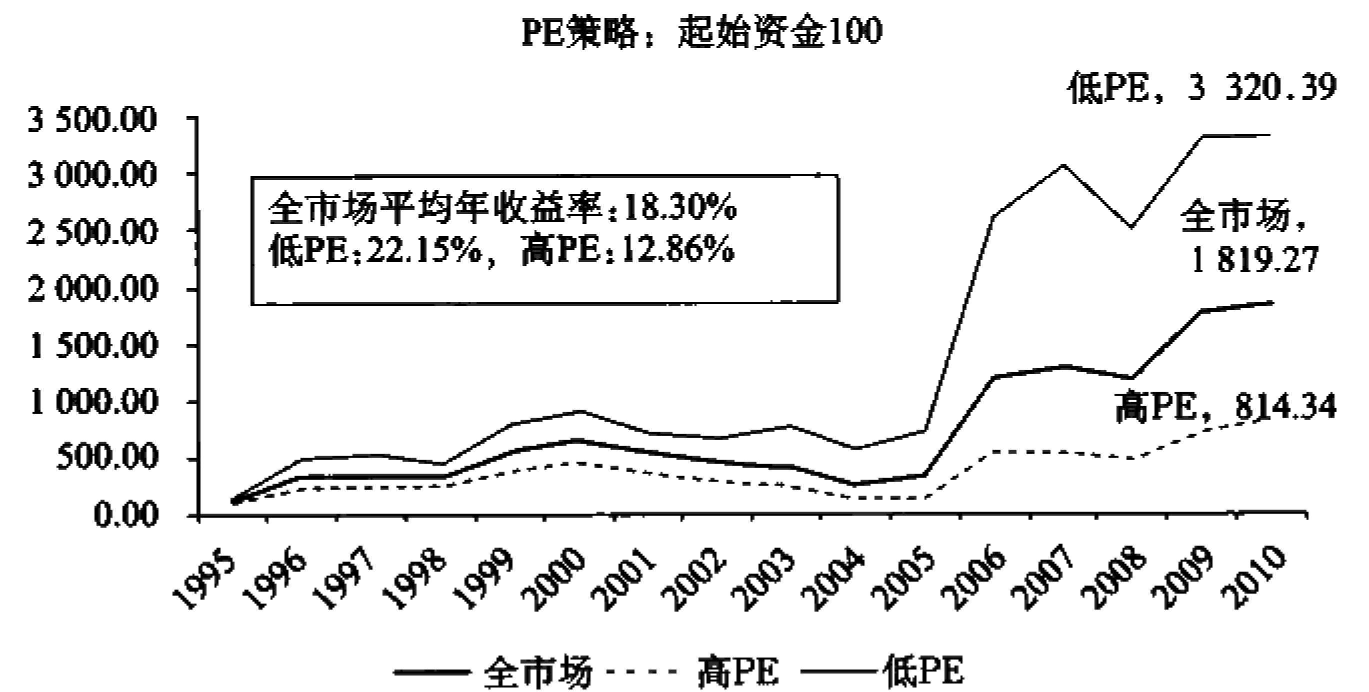



**图1—9 投资沪深市场按市盈率（PE）比较的投资收益**

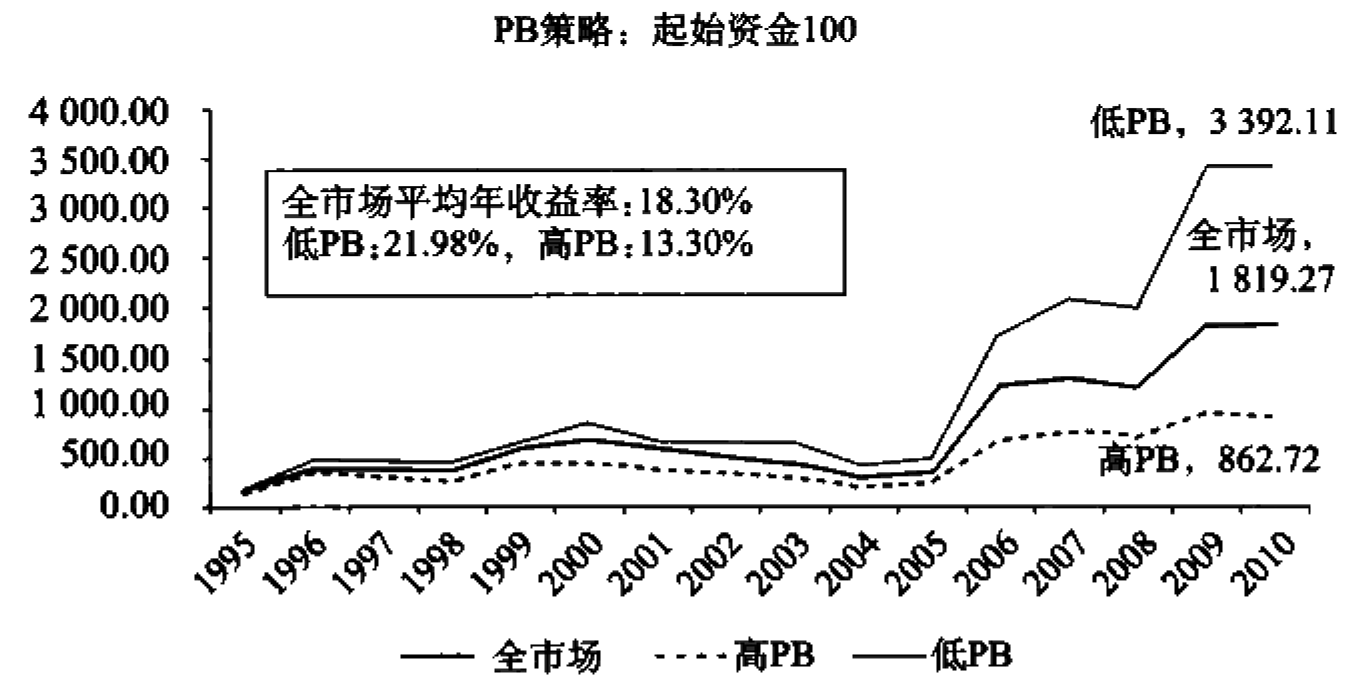



**图1—10 投资沪深市场按市净率（PB）比较的投资收益**

图1—9和图1—10分别表明不同市盈率和市净率的长期投资结果。根据申银万国的行业划分标准，假定每年年初投资时，从每个行业中分别选出一个市盈率最低的股票构建一个投资组合，或相反选出市盈率最高的股票构建一个投资组合。图1—9是最低市盈率组合和最高市盈率组合历年累加的投资收益与市场平均投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资收益水平的比较结果。显然，估值越低的投资组合长期收益水平越高。图 1—10 是最低市净率组合和最高市净率组合与市场平均投资收益水平的比较结果。该图同样表明，估值越低的投资组合长期收益水平越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二章

# 如何选择企业构建投资组合

第一节　运用概率抽样方法选择企业构建投资组合

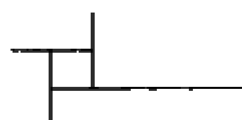
第二节　优选企业构建投资组合

第三节　投资组合的动态调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





构建投资组合的最终目标，无疑是为了确保投资能获得安全稳定的收益，但构建投资组合的直接目标，则是选择一组能够代表上市公司的必要数量的少数企业。构建投资组合包括两个方面的内容：一是选什么样的企业；二是在什么价格下买进这些企业的股票。后者涉及的是样本企业股票估值的内容，在股票估值算法一章专门讨论，本章集中讨论怎样选企业构建投资组合。

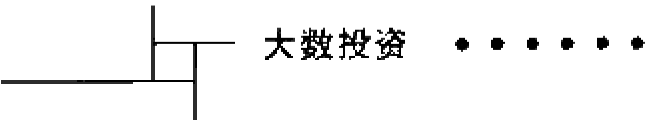
大数投资的基本思路是依据统计原理，通过必要数量少数企业的组合投资，达到与投资全部上市公司相近的结果。所选企业要与全部上市公司具有“同质性”才能满足要求，也就是说，被选入组合的企业对全部上市公司具有代表性，所选样本企业的投资组合与全部上市公司基本拟合。拟合既包含样本企业组合后整体资产及收益与全部上市公司资产及收益的状况比较接近，也包括样本企业组合与全部上市公司的市场表现比较接近。前者奠定了投资安全稳定和有合理收益的价值基础，后者能带来优化投资收益的市场机会及结果。

首先，组合的目标是力争实现投资组合中全部样本企业合计资产的状况及其盈利水平与全部上市公司的总体资产状况及其盈利水平基本一致。近 15 年间上市公司整体的年均复利收益水平大于 12%，选择合适的样本企业组合投资，净资产年均复利收益理应达到年均复利 12%左右的水平。

其次，组合的目标是力争实现组合中全部样本企业带给投资者的外生价值与全部上市公司带给投资人的外生价值基本一致。近 15 年间全部上市公司的整体表现是，投资人在不同时间投资，自投资起始时间计算，平均每年能获得复利 3%的外生价值，选择合适的样本企业组合投资，投资者同样每年可获年均复利 3%左右的外生价值。

再次，组合的目标是力争使组合中样本企业与全部上市公司的市场表现基本一致。这包括两方面的内容：一方面，上市公司的个别股票价格波动具有随机性，组合中的样本企业股价波动也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




会出现随机性，组合投资如同投资全部上市公司一样，借助样本企业股价的随机波动性赢得超额收益。另一方面，全部上市公司整体股价的变化尽管有不确定性，但长期必随其净资产的增长而上涨，长期投资必然有稳定合理的投资收益。同样，组合中个别样本企业也有可能破产清算，但样本企业合计的净资产长期必然上涨，其整体市场价值也必随其整体净资产的增长而上涨。

选择样本企业的基本方法可以分为两种：一种是统计概率抽样方法，一种是优选企业方法。前者主要依赖于方法本身能够选择代表性样本的特性，可称为客观方法；后者主要依赖于投资者个人对企业优劣的判断选择样本企业，可称为主观方法。优选企业方法也可结合统计方法进行操作，即首先按照统计方法确定所选企业的范围，然后按照优选要求选择具体的企业。

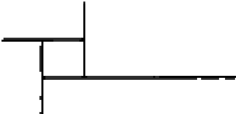
本书主张普通投资者使用统计概率抽样方法构建投资组合，尽量避免使用优选企业的方法，希望读者对这里讨论的有关优选企业的方法仅作为参考内容对待。尤其强调，投资实践尚不够丰富的投资人，首先应采用统计概率抽样方法构建投资组合，采用这种方法构建投资组合，至少能达到投资安全和获得比较合理投资收益的基本目标。如果投资人积累了比较丰富的投资经验，确信自己有一定优选企业的能力，则可考虑参考这些内容尝试通过优选企业构建投资组合。

## 第一节　运用概率抽样方法选择企业构建投资组合

统计学的创建及其在社会科学领域的应用实践不仅是统计学作为科学成就取得进步的标志，也给许多人理解社会运行规则及其实践活动带来极大便利。利用概率抽样方法构建投资组合，不仅受到以往人们在社会经济实践中应用统计方法的启发，而且通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





过国内外证券市场的统计实证检验，也证明这一方法简便有效。

如前面有关内容所示，中国证券市场长期运行的结果表明，以不同行业较低估值的企业组合长期投资，不仅能获得稳定的投资收益，而且能获得超过市场平均水平的收益，显示出用统计概率抽样方法构建投资组合的简便适用特性。

## 一、运用概率抽样方法构建投资组合简便易行

当人们看到统计这个词汇，以及用统计概率抽样构建组合的标题时，不免产生方法复杂难以操作的联想，统计以及概率这样的词汇本身就可能让人们联想到专业性及其难度。

统计对很多人来说确实过于专业，如果讨论内容限于统计知识应用于证券市场逻辑的严密性以及计算股市投资中有关实证检验的精确结果，不仅对于普通的投资人，即使对统计专业人士也是难题。但如果从概率抽样方法应用于构建投资组合适用性的角度，而不是从理论的严密性去理解，则会体验到应用概率抽样方法构建投资组合的操作比较简便。

概率抽样方法应用于构建投资组合有效性的统计检验，对于非统计专业的投资人的确有难度，但运用其有效性结论构建投资组合，依赖投资人已有的常识便可操作。这如同阿基米得定律由科学巨匠所发现，但应用该定律所阐述的浮力原理去实际生产相关产品是操作者容易做到的。

使用概率抽样方法中的完全随机抽样、等距抽样以及分层抽样选择样本企业构建投资组合，具备常识的投资人都可以做到。

应用概率抽样方法构建投资组合简便易行，不仅从统计专业知识的常识化应用角度可以理解，从与优选企业构建投资组合的对比上也能加以理解。

优选企业构建投资组合的方法，是以投资者在理解和判断企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业优劣方面具备“能力圈”优势为基础的，这对绝大多数投资人来说几乎难以企及。而概率抽样方法并不强调投资者具备“能力圈”优势，认为普通投资人只要遵守抽样方法所确定的规则，就能选择出样本企业，即按照概率抽样方法进行具体操作即可，这对投资人来说是容易做到的。

## 二、概率抽样的常用方法

概率抽样属于随机抽样，其基础是概率理论，是指通过随机化的抽样过程，保证每个样本单元被抽到的概率相同，那么所抽出样本的整体状况就能接近全部样本的整体状况。

概率抽样之所以能够保证样本对总体的代表性，其原理就在于它能够很好地按总体内在结构中所蕴含的各种随机事件的概率来构成样本组合，使之成为总体的缩影。

由于样本单元从总体中随机抽取出来，所构建的样本组合没有抽样者的主观干扰，而且能计算每一个单元的入样概率，因此能得到可靠的估计值及其抽样误差的估计值，并可对总体进行推断。

每个上市公司可视为一个样本单元，所有上市公司是单个上市公司样本构成的整体，通过概率抽样方法选择部分上市公司组合投资，能达到与投资全部上市公司相同的效果。

与概率抽样相对应的还有非概率抽样，例如，判断抽样是非概率抽样的一种方法，它是利用现有能够推断整体情况的样本替代抽样选择样本组合的方法。

沪深 300 指数是一个能够拟合沪深市场整体情况的指数，构成沪深 300 指数的企业就可以作为投资组合的样本企业，投资人可以直接选择沪深 300 指数的企业构建投资组合。目前国内指数基金大多采用沪深 300 指数为指数投资标的组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过，对一般投资人来讲，虽然 300 家比之 2 400 家数量要少很多，但相比自己的投资而言，投资 300 家企业仍然有很大困难。因此，构建投资组合需要投资人用概率抽样方法选择企业构建投资组合。

概率抽样是基于客观规则而非抽样主体的主观判断从总体中抽取单元的抽样方法，抽取样本的数量越多，抽样样本状况与全部样本情况拟合的程度就越高。

为了操作简便和求得大致的拟合结果，只要抽样样本达到一个最低的数量即可，例如，为了使二者的拟合程度达到 90%以上的水平，抽出的样本数量应该达到 30 个以上。以往证券市场运行的实证检验表明，选择 30 个以上不同类型的上市公司组合投资，能够达到与投资全部上市公司大致相同的结果。

概率抽样中样本的抽取也有几种不同的方法，选用哪一种抽样方法取决于多种因素，这些因素包括：可利用的抽样框形式，样本总体的分布情况，对总体单元进行调查的费用，数据使用者如何分析数据等。

在对概率抽样方法进行选择时，目标应是使用那些最重要的指标，同时做到简便易行。概率抽样常用的方法有简单随机抽样、等距抽样或系统抽样、分层抽样和整群抽样等。

（1）简单随机抽样。

简单随机抽样指同时能获得全部样本的情况下在全部样本中随机抽取组合样本的抽样方法。简单随机抽样也称单纯概率抽样。简单随机抽样的“同时能获得全部样本”是指全部样本置于同一抽样框中，从而保证总体中每个样本在抽选时有相等的被抽中的机会。例如，将每个上市公司的代码或名称的标签放入同一个盒子中，然后任意抽取即可。

（2）等距抽样。

等距抽样就是按样本单元编号等间隔抽样的方法，也叫系统抽样。基本做法是，将总体中的各单元先按一定的顺序排列、编

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



号，然后决定一个相等数量间隔，按照编号顺序和相同的数量间隔选择被抽取的样本。

样本距离可通过下面公式确定：

样本距离＝总体单位数／样本单位数

例如，可以按照上市公司代码编号，以相同数量基准抽取样本企业构建组合即可。

（3）分层抽样。

分层抽样是先将全部样本按某种特征分组或分群然后再抽样的方法。即把全部样本先分成两个或两个以上的相互独立的组群，然后从两个或两个以上的组群中进行简单随机抽样或其他方法的样本相互独立抽样。

（4）整群抽样。

整群抽样是以样本组为抽样单位抽取样本的方法。与整群抽样不同的是，前三种抽样方法中的抽样类型全部是按单一样本单位抽取的，即按样本单位数，分别一个样本一个样本地抽取。在整群抽样中，样本是一组单位一组单位地抽取。

整群抽样需要两个前提：一是具有同质性的样本组成一个子集，全部样本按同质性可以分为相互独立的较小子集；二是每个子集可以被随机抽到。阅读到本书的专业人士或对应用概率抽样的精确性感兴趣的人士，可以自己尝试整群抽样的具体方法，为应用简便起见，普通投资人可省略这种抽样方法。

本书反复主张用概率抽样方法选择企业构建投资组合，这里归纳其中的两个基本理由。

第一，该方法操作原理简单。将概率抽样方法应用于研究投资组合中并试图发现其中所蕴含的统计原理的具体结论，确实需要比较专业的知识背景。但本书的重点并不在于此，而在于概率抽样方法应用于构建组合的有效性。不仅如此，出于易于应用的考虑，本书对运用概率抽样方法构建投资组合的具体方法做了简化处理，没有强调如何严紧地使用统计原理及其概率抽样方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而是给出了按行业基准划分样本群及在样本群中按估值基准选择企业的具体操作方法。其中，以资金均衡配置于不同样本企业进行组合，替代按样本权重进行组合，在不同样本群中选择低估值的样本企业，使操作简便而有效。没有熟练统计专业背景知识但理解统计原理的普通投资人都可按此方法实际操作。有统计或相关专业背景的投资人，则可以根据本书给出的思路，通过自己的统计实证研究，找到使用概率抽样选择企业构建投资组合更加严紧的具体操作方法。

第二，投资实践验证概率抽样易于构建投资组合。笔者在超过 16 年的投资实践中，早期孜孜追求优选企业投资，为此花费了无尽的气力，工作外的业余时间几乎都用在了研究个别企业上，希望掌握更多的信息及其分析结果预见到企业的未来。结果发现，对企业未来的发展及其收益进行预测是难乎其难的事，特别是投资早期对企业研究积累较少，发现未来有潜力的企业可能性不高。经过十几年的投资及对企业的分析实践，虽然积累了一些分析判断企业的经验，但笔者对这些经验的依赖程度有限，特别是这些经验具有主观倾向，难以作为普遍原理加以阐述。目前，笔者选择投资企业更偏重于概率抽样方法，基于此，同样希望投资人采用具有普遍原理的概率抽样方法构建投资组合，待到投资实践及经验逐渐丰富，再适当尝试采用优选企业方法。

## 三、运用分层抽样构建投资组合的操作方法

分层抽样构建投资组合的方法是，按照现有有关行业划分标准，将全部上市公司分为不同的样本群，然后在不同的样本群中选出低估值的企业构建投资组合，其标志是资金均衡配置在不同的行业中，每个行业配置资金比例的上限为全部投资资金余额的3%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



### 1. 选择分层抽样方法构建投资组合的缘由

应用概率抽样方法选择样本企业构建投资组合时，简单随机抽样、等距抽样和分层抽样三种方法都是有效方法，这里采用了分层抽样方法，原因是这种方法既符合概率抽样的客观性，同时也与人们投资企业时倾向于采用主观判断的偏好相适应。

概率抽样要求完全排除人们的主观干扰进行抽样。如果是单纯的理论分析，人们处理抽样结果并进行分析时一般不会受分析者的心理干扰。但实际投资时，选择什么样的企业构建投资组合却往往难以避免投资者的主观干扰，运用简单随机抽样或等距抽样方法所选出的企业，可能不易于被投资人在心理上接受。例如，随机抽到的企业或隔号选到的企业业绩较差时，投资人无论如何都不情愿将其纳入组合之中，但因此任意调整所选企业样本，则与概率抽样的规则矛盾。

比较而言，分层抽样方法既符合抽样所要求的规则，同时又容易被投资人在心理上所接受。以行业作为样本分组或分群的基准，以及在不同组或群中选择低估值企业构建投资组合，既符合概率抽样规则，也与投资者主观判定企业优劣的倾向相适应。

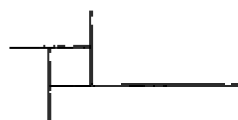
实证检验表明，选择不同行业的低估值企业构建投资组合，能够达到优化投资收益的目的，这表明在证券市场分层抽样的具体方法有效。而其中以低估值标准选择样本企业的做法，也与人们优选企业的心理要求相适应，即低估值是投资人主观判断也愿意接受的标准，因此，分层抽样是一种符合客观规则又适合人们主观愿望的比较适用的抽样构建投资组合的方法。

### 2. 分层抽样中的行业划分

正如前面所谈到的，统计专业人士可以通过详细的实证检验，找到比较精确有效的样本组或者群的划分方法，普通投资人可以借助于现有的比较通行的行业划分标准将上市公司分为不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





组群。目前国内外比较通行的行业划分标准有多种类型。

国际上比较通用的行业划分标准主要有联合国国际产业分类标准、北美产业分类标准和摩根士丹利全球行业分类标准等。

联合国国际产业分类标准按产品的同质性，将产业划分为农业、狩猎、林业、渔业，采矿、采石业，制造业，电、煤气和水供应业，建筑业，批零贸易等。现在各国政府统计部门的行业分类基本上以此为基础。

北美产业分类标准是以美国为代表的北美国家在联合国国际产业分类基础上进行了一些修改和调整而制定的，基本延续了联合国国际标准产业分类的框架。

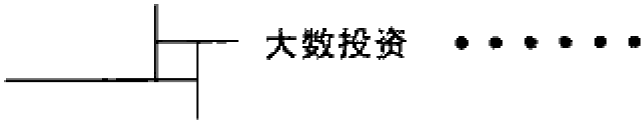
摩根士丹利全球行业分类标准是以公司为分类单位的标准，将营业收入作为公司划分的分类方法，盈利作为第二准则，将行业分为能源、材料、工业产品、主要消费品、可选择消费品、医疗、金融、信息技术等 10 大部门

中国证监会借鉴上述标准的内容。于 1999 年 4 月发布、2001 年 4 月修订发布了关于《上市公司行业分类指引》(以下简称《指引》）的上市公司行业分类标准，提出了以在中国境内证券交易所挂牌交易的上市公司为基本分类单位，适用于证券行业内的各有关单位、部门对上市公司分类信息进行统计、分析及其他相关工作的行业分类指导意见，也是沪深两市核准上市公司的参考基准。

该《指引》将上市公司所属行业分成 13 个门类：农、林、牧、渔业，采掘业，制造业，电力、煤气及水的生产和供应业，建筑业，交通运输、仓储业，信息技术业，批发和零售贸易，金融、保险业，房地产业，社会服务业，传播与文化产业，综合类；90 个大类和 288 个中类。

目前证券公司所提供的交易软件及有关上市公司的信息大多参考了该《指引》的内容，一些交易软件按上述分类标准将上市公司划分为 90 个左右的行业，投资者可直接参考证券公司交易软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




件所提供的相关数据进行选择。

## 第二节 优选企业构建投资组合

本书主张人们采用统计抽样方法构建投资组合，但也不绝对反对投资人根据自己的经验和分析进行判断、选择企业构建投资组合。

第一，绝大多数人是基于思辨法思考问题的。所谓思辨法是指人们根据逻辑关系对事物结果加以判断的思考方法。比如，人们会有这样的逻辑认识，技术先进的企业未来是好的，企业财务管理优良的企业是好的等，人们会基于这样的一系列逻辑对上市公司的优劣进行判断。同样，人们也会根据相应的逻辑原理对上市公司的收益进行具体计算，例如，人们会根据企业的市场占有率、收益结果、税收政策对企业收益的影响、竞争对手的状况及变化对企业收益的影响等一系列数据，对企业的未来收益做出预期判断，并由此选择出投资组合中的投资企业。在构建投资组合时，基于这样的逻辑思辨方法选择企业是一种自然而然的结果，让投资人完全放弃这种思辨方法有现实的难度。

第二，投资上市公司能够长期稳定获得合理收益的基础，是拟合了对全部上市公司的投资，而能够达成这个目标的关键因素是组合投资。所以，只要投资人做出了组合投资的自我限定，具体选择企业时，即使对其未来收益的判断失误，组合本身也能自动做出一定的修正，更直白地讲，投资中的风险并不主要源于选择企业的错误，而是源于孤注一掷地投资少数企业。在坚持组合的前提下优选企业进行组合投资，不会产生大的收益偏差。

目前，沪深两个市场有 2 400 多家上市公司，随着中国经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的发展以及证券化水平的提高，市场规模会进一步扩大，上市公司数量也会有较大增长。那么如何在数量众多的上市公司中找到符合投资原则的好企业呢？简便的方法之一是，在现有特定指数股票中选择企业。所谓特定指数是指长期市场表现优于全部上市公司市场表现的指数。

除此之外，还可以用其他分类方法作为寻找好企业的路径。不过在进行企业分类时，要立足于方便确认企业投资价值这个根本，避免与各种投机者的分类混同。事实上，市场上以投机为目的的分类方法很多，所谓庄股、龙头股、板块股等大都是投机分类，投资人对此应该有所警觉，以防止其对自己坚持投资企业这一根本的干扰。寻找有投资价值的好企业有如下一些分类方法。

## 一、优选经营和生存安全企业的方法

这一方法是指投资人可以根据常识和日常了解的情况，选择企业生产经营风险较低、企业生存发展可持续性较高的企业。这些企业可以划分为5类：一是有特许权的“过路过桥”企业；二是资源垄断企业；三是长期有较高稳定派现的企业；四是老品牌企业；五是与国计民生关系较大的企业。有的企业属于上述5类中的某一类，也有的企业同时具有多种类型特征。

特许权企业曾被视为有“护城河效应”或“城墙效应”的企业，如经营电信、港口、铁路的企业或城市供电、供水的企业。随着经济全球化和经济自由化的进展，一些企业的垄断经营逐步转向市场竞争，选择这类企业时要注意其变化趋势，例如，高速路一度作为具有特许权的企业看待，但是否下调高速路收费甚至取消高速路收费的议论一直不绝于耳，这动摇了经营高速路企业的特许权优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资源垄断企业是指拥有有限资源的企业，如石油、煤炭、稀有金属开发企业。这些企业往往对国计民生有较大影响，且长期保持较好的盈利水平，其估值较低时可以选择配置。

长期有较高稳定派现的企业，是指以往若干年派现水平较高的企业。例如在美国的股票市场上，如果在1957年投资于标准普尔500指数中的股息率最高的100家上市公司，则年均复利收益水平超过500家上市公司平均年均复利水平2%以上。

在中国证券市场上市公司整体派现分红不理想的状态下，还是有一批持续高派现的群体形成。证券市场发展的十几年内，其中现金分红次数达到10次以上的上市公司有100家以上，而现金分红超过其融资金额的上市公司也有100家以上。投资这些企业，无论其股票价格怎样波动，投资人都会有较稳定的投资回报。

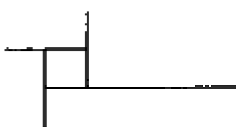
老品牌企业是一些有较长时期经营历史并形成了品牌价值的企业。中国上市公司中那些有几十年甚至百年以上经营和品牌历史的酒、中药以及食品企业等投资风险较低，企业的生存和发展比较安全。因为即使这些企业经营出现困难，但由于它们有较高的品牌价值，哪怕被其他企业收购，还会在以后形成良好的企业价值及其投资价值。在老品牌企业中特别值得一提的是像贵州茅台、山西汾酒这样的酒类企业，这些企业长时期保持了30%以上的净资产收益水平，其品牌价值充分体现在企业的盈利能力上。

而经营城市基础设施以及供电供水的企业，一般经营及其盈利比较稳定，即使经营出现暂时困难，倒闭清算的可能性也较低，特别是供水企业，不必担心其经营成本上升对利润的侵蚀。由于是垄断经营，成本上升，价格自然也会上升，利润也会由此生成。

投资经营和生存比较安全的企业，发生较大损失的可能性较低，这类企业只要其股票估值水平低于市场平均水平，投资人就可以大胆买进并长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





## 二、跟踪指数股票选择企业的方法

跟踪指数股票法是指从指数股票中选择企业的方法。从指数股票中选择股票，首先要确定哪些指数是可以选择的，即指数本身要优选，那么选择哪些指数好呢？如同大数投资整体上包含了"可分享智慧"一样，跟踪指数股票法也包含了"可分享智慧"，即通过跟踪其他专业人士所设计的在市场上表现良好的指数股票寻找好企业。跟踪指数股票优选企业首先是选择优秀指数，而选择优秀指数，可以参考下面两个关键标准。

**标准1：指数长期涨幅较高。**

长期上涨幅度较高的指数是优化指数。这表明，构成该指数的股票价格长期上涨幅度高于其他类别指数，投资人选择指数中的股票有可能获得较高的投资收益。

目前，各种媒体有关沪深两个市场的指数种类较多，除上证所每日即时发布的综合指数、深证所发布的成分股指数两个最有影响的指数之外，沪深两市也同时发布多种分类指数。一些研究机构根据需要也推出了自己的股票价格指数。

由于这些指数推出的时间不一，比较这些指数年均变动幅度时，要选取同样时间区间的表现进行比较。还有，有些指数推出的时间较短，特别是一些在上涨时期推出的指数，其长期效果有待观察，对这样的指数，投资人选择时需慎重对待。

**标准2：投资该指数的指数基金业绩表现优秀。**

指数基金业绩表现优秀的指数是优化指数。优秀指数基金业绩评价也有两个重要的标准：一是所投资的指数长期稳定上涨，并好于其他指数；二是投资该指数的基金变动与指数的拟合度较高。拟合度越高，表明该指数越容易跟踪，投资难度越低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




在美国，标准普尔500指数成为共同投资基金跟踪投资的最主要的参考指数。由美国标准普尔公司1923年推出的标准普尔股票价格指数，最初只包括几十只股票。随着证券市场规模的扩大，标准普尔公司于1957年3月1日把指数中所包含的股票扩大到500只，并将其重新命名为标准普尔500指数。自1957年推出到2003年，该指数中循环出现了917家新企业，指数保持了持续的上涨，投资者获得130倍的投资收益。

长期跟踪标准普尔500指数，总额高达200亿美元的富达基金取得了投资收益与标普指数拟合度99%的成绩。虽然富达基金受到一些人的嘲讽，认为富达基金采用的不过是一种“傻瓜投资法”的投资，基金根本就没做什么特别的主观的努力，但富达基金取得了较好的成绩却是不争的事实。正因为如此，西格尔的研究选择该指数作为优选企业的代表性指数，并得出了以市盈率或市净率为估值基准优选低估值企业、组合投资有更好投资业绩的结论。

图2—1是嘉实沪深300指数基金收益变动与沪深300指数变动比较，可作为读者理解如何选择指数的实例。嘉实沪深300指数基金于2005年8月29日成立，以沪深300指数增长率×95%+银行同业存款收益率×5%为业绩比较基准，通过被动式指数化投资，控制基金的净值增长率与业绩比较基准之间的误差，以实现对沪深300指数的有效跟踪，为投资者提供分享中国经济增长的投资工具。截止到2011年9月30日，该基金份额达400亿，规模逾316亿元，复权后净值2.59元。

嘉实沪深300指数基金净值不仅变动趋势与沪深300指数一致，而且价格波动状况与沪深300指数也比较接近，二者拟合程度较高，表明投资指数基金能够拟合投资指数企业的组合。

不过，由于该指数基金推出的历史较短，跟踪指数的效果还有待长期检验，还不能简单作为投资人实际投资的参考，但可以作为理解中国沪深股市也有这类指数基金及其表现时的参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图 2—1 嘉实沪深 300 指数基金与沪深 300 指数比较

## 三、寻找有潜力价值企业的方法

企业的潜力价值是指尚未在其利润中反映但实际已经形成的收益，或者企业已经具备的获利能力但没有反映出来的价值。

采用这种方法，要求投资人对证券市场以及上市企业以往经营以及在证券市场运作的表现比较熟悉，具有财务等专业分析能力，也有比较充分的研究时间。企业的潜力价值包括下列内容。

（1）清算价值：企业资产状况尚可，或有潜在的可实现利润，但由于经营暂时出现困难，企业当前没有盈利，股票价格较低甚至低于其净资产，假定这些企业破产清算，企业股份的出售价格将高于目前的股票价格，而事实上这些企业还不会被清算。假定企业被清算，其高出企业目前股价的那一部分价值，是企业的清算价值。那些有潜在可实现利润的企业，一旦潜在利润实际体现出来，股价必然上涨，这些企业同样具备清算价值。一些企业由于盈利状况不佳，股价较低，容易成为其他有实力公司的收购对象，这些企业也可能具备清算价值。例如，沪市上市企业两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面针股份在 2005 年的净资产大约为 6.7 元/股，但在 2006 年 3 月以前该股票的市场价格长期徘徊在 6 元/股以下，该企业除当时利润收入较低以外，其他如企业经营历史、品牌等均有相对较高的价值，该企业股票在当时的价格水平下具备清算价值。

（2）并购价值：企业持有其他企业的股份，被持有的股份有价值但暂时没有在持有它股份的企业中表现出来，那么这些企业就具备并购价值。例如，2005 年沪深股市实施股份全流通改制以前，深市上市企业新希望股份控股的新希望投资有限公司持有民生银行 4 亿股股份，是民生银行第一大股东，股份属于非流通股份。为了实现股份在市场的流通，新希望和其他非流通股股东将公司分配的股权股利作为流通对价无偿转给了原有流通股股东，当时民生银行的净资产为 2.4 元/股，新希望投资有限公司持有民生银行的权益为 9.6 亿，为了支付流通对价，民生银行的净资产降为 2.06 元/股，新希望投资有限公司持有民生银行以净资产计算的权益降低了大约 1.3 亿元，剩余净资产权益为 8.3 亿元。表面上看，新希望持有民生银行股份的权益减少了，但是，由于支付流通对价后，新希望持有民生银行的股份由不能流通转为可流通的股份，它可以按照民生银行股票的市价计算其权益，因当时民生银行股票的市价在 5 元/股之上，比之按净资产计算权益，新希望持有民生银行股份的价值按当时市价计算超过了 20 亿元，翻了一番多，因此持有民生银行股份的新希望在当时具有可观的并购价值。

（3）资本运营价值：资本运营价值的产生有直接和间接两种方式。直接方式是投资人投资一家企业的股份达到较大比例后所获得的表决权价值；间接方式是投资人投资了可能被其他人收购的公司而获得的收益。一些企业经营业绩平平，甚至暂时经营较差，股价相对较低，如果有实力者收购这些企业并重新整合，改善经营管理并产生效益，股价将有较大幅度的上升，投资这些企业的投资人因此可以获益，投资这类企业的收益首先来源于资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



运营价值。不过，国外的相关研究结果表明，尽管资本市场有一些成功的企业并购实例，但并没有统计出并购在总体上能够带来企业利润及其价值增长的结果。对此，投资人对以资本运营价值寻找好企业的做法要谨慎对待。

（4）隐性资产价值：投资人所投资的企业含有会计上尚未计入但未来可能产生的价值，这些价值往往由资产价值重估或者隐性资产价值显化形成。一些企业拥有暂时没有好价格的土地储备，可能形成隐性资产价值。在并购价值中列举的新希望股份，也同样是具有隐性资产价值企业的实例。

总之，要想发现企业的潜力价值，要求有较好的专业知识做基础，难度较大，投资人应该谨慎使用。如果投资人认为自己没有运用这种方法的能力，应该果断放弃此方法。

还须注意的是，企业投资价值，最终是以企业获利能力进行评价的，寻找有潜力价值的企业，要以企业能否产生利润为准则。

上述寻找好企业方法的分类，是为了便于理解选取企业的思路和操作方便归纳总结的。实际选取企业时，往往是多种方法结合在一起使用。实际上，以行业划分选择企业也是大数投资可以应用的方法，下面单独列出一节对其加以论述。

## 四、从行业路径寻找好企业的方法

从行业选择好企业，基于“只有夕阳产业，没有夕阳企业”的原理，这种方法归根结底仍然是选择企业，只是该方法强调利用行业评价企业的便利来选择企业。

### 1. 为什么不能用行业选择直接替代企业选择

（1）行业获利能力最终通过企业反映。

行业的比较优势都可以直接反映在行业内的企业中，优势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最终落脚点是企业而非行业。例如，主张投资招商银行、万科，归根结底是投资这两家企业而非这两个行业。以行业为路径选择企业而不是选择行业，就会将评价焦点集中在企业而不是行业，不会出现因行业整体优秀而忽略个别企业存在问题的风险。

（2）行业一旦被关注其价值往往高估。

一些行业被关注，相关企业股票价格也因炒作而暴涨，即使这些企业盈利水平较高，投资人也常常因为支付了较高的股票价格而难以获得可观的利润收益。更具风险的是，由于受投机炒作的影响，股票价格不单纯由企业利润支撑，一旦投机者抛弃这些行业，买入者不免陷入套牢的危险境地。

（3）投资股票能够获得较高收益，归根结底源于企业而不是行业。

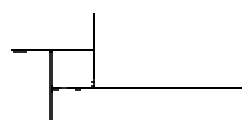
从长期统计结果看，得不出某些行业具有投资比较优势的结论。某些行业，例如城市自来水等基础行业，虽然收益稳定，但长期收益水平有限。而有些行业受周期性影响，行业收益会出现忽高忽低的现象，虽然这些周期性表现事后可以评价，但在过程之中人们却难以评价。又如，高科技行业整体上为社会创造出巨大的价值和财富，但由于“价值创造也是价值毁灭”的原理，高科技行业未必有高于其他行业的利润水平。高科技行业对社会价值和财富的贡献，是其他行业及其企业，通过应用高技术产品的规模化生产间接实现的，而不是直接表现为高科技行业有较高的利润水平。如果投资高科技股票获得了高收益，归根结底得益于对该行业企业的准确投资，而不是因为选择了高科技行业本身。

### 2. 以行业为路径选择企业有哪些便利之处

尽管反复强调不能以对行业的选择来替代对企业的选择，但主张以行业为路径选择企业，是力求通过行业的外部特征和行业内部的价值生成机制，来简便准确地优选有投资价值的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





(1) 由行业特点比较容易判断企业的特点。

从行业的资源垄断性可以判断和找出具有资源垄断特点的企业，例如，从石油行业选择可投资的石油企业，从城市基础设施行业选择可投资的供水、供电企业等。

(2) 由行业价值链的核心环节易于找出可投资的企业。

例如，电力行业有发电、输电和供电几个环节，但电力行业价值链的顶端在供电企业而不在发电企业，因为电力行业对消费者的最终价格决定权在供电企业而不是在发电企业。因此在电力行业选择投资的企业，一般选择供电企业。电力行业的实例同时说明，在服务行业价值链上最有价值的环节是市场渠道，而不是产品的生产环节，掌握市场渠道的企业能够获得稳定收益或更高的收益水平。

(3) 通过选择不同行业的企业构建股票的优化投资组合。

由于市场竞争的作用，行业利润水平趋于平均化，一些垄断行业如果利润较高，其股票价格也可能较高。所以从长期统计看，投资不同行业的企业，其股票投资收益没有显著差异，这一特点为投资人构建投资组合提供了基础条件。投资人可以参照指数化投资的模式，均衡选择属于不同行业的股票作为投资组合的内容。而行业内具体企业的选择则可以按照优选企业的方法，将行业内二三家相对投资价值较高的企业选出来，与其他行业的好企业股票进行投资组合。这样，既可以避免由于偏重投资个别行业而该行业在投资期间恰恰表现较差的损失，也可以通过在行业内优选企业而实现整体上优选企业的目的。



参考资料

### 彼得·林奇的6种公司划分法

彼得·林奇将企业划分为6种类型，他的划分主要是基于投资策略的考虑。这种考虑对如何找到好企业在思路上具有重要的参考价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（1）缓慢增长型公司。这类公司指的是增长速度与GDP的增长速度接近的公司，例如电力等公用事业公司。投资此类公司股票，重点关注的因素是这家公司在过去10年间每年收益是否都在增加，股息收益率是否十分吸引人，而且无论公司经营好坏是否都在不断提高股息。

（2）稳定增长型公司。这类公司盈利的年均增长率为10%～12%。彼得・林奇总是在投资组合中保留一些稳定增长型公司的股票。因为这样做，可以在经济衰退或者经济低迷时对投资组合提供保护。投资此类公司的股票，应该确认其市盈率估值较低，如果最近几个月股价已经大幅上涨，要能够找出推动公司增长速度进一步加快的因素，否则不要购买。而长期的投资标准是指，公司经历经济衰退、股市大跌考验的时间。

（3）快速增长型公司。这类企业的特点是规模小、新成立不久、成长性强，年平均增长率为20%～25%。快速增长型公司并不一定属于快速增长行业。投资此类公司的股票，应该重点关注最近几年公司的收益增长率，是否在一个以上的城市或者乡镇复制了原有的成功经营模式，股票交易价格的市盈率是否等于或者接近于公司收益增长率，只有很少的机构投资人持有等。投资快速增长型公司要以可能有10倍以上的投资收益作为考虑。

（4）周期型公司。这类公司的特点是，销售收入和盈利以一种并非能完全准确预测却相当有规律的方式不断上涨和下跌。例如，汽车、航空、轮胎、钢铁以及化学公司，甚至国防工业公司等。投资此类公司股票的关键是，投资人能够发现公司业务衰退或者繁荣的早期现象，具备了解这类公司周期性变化的优势。

（5）困境反转型公司。这类公司指的是那些已经受到严重打击而一蹶不振并且几乎破产的公司。这类公司不是缓慢增长型公司，也不是因为周期性原因表现差的公司，而通常是有致命伤的公司。投资此类公司的股票，关键是不能在一家企业投入太多的资金，例如，最多不能超过资金总额的5%，并且要以一个组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的形式投资。

(6) 隐蔽资产型公司。这类公司是指任何一家拥有你注意到了而投资大众却没有注意到的价值非同一般资产的公司，而这种价值的资产也被证券市场的专家们忽略了。例如，这些公司可能拥有暂时没有好价格的大量土地储备、航空权或专有权利。投资此类公司的股票，不仅要厘清到底是什么构成了隐蔽型资产，还要正确评估资产的价值，以及还有哪些债务需要抵扣。

## 第三节 投资组合的动态调整

投资组合的动态调整是指对现有投资组合中行业企业配置资金的增减操作以及投资组合中企业的增减操作。对现有组合中行业企业配置资金的增减操作包括两方面的内容。

一是对其中个别行业企业配置资金的增减操作。按概率抽样的要求，投资每个行业的资金占总投资资金的比例一般不超过3%。组合构建过程中或组合构建完毕后，如果恰好某个行业企业的股票短时间上涨较快，其市值占比达到投资余额的6%，此时可考虑卖出一半，将投资该行业企业的资金比例调低，占比调到3%的水平。相反，投资组合中所投资的另外一些行业企业，由于其估值水平没有达到较低水平，所配置资金占比较低，随着估值下降则需增加配置。在行业配置资金占比3%的界限内，要么继续购买已经配置但估值继续下跌的企业，要么购买同行业其他估值较低的企业。例如，某个行业某家中小企业的市盈率为30倍，当选入投资组合时，按照投资策略安排对其投资的比例为1%，当其股价下跌至更低的估值水平时，需要增加对其投资，将投资占比调高，直到占比增加到3%的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二是对整个组合投资规模占全部投资资金比重的调整。当市场市盈率水平较低时，不断加大整个投资组合所用资金的比重；当市场市盈率较高时，不断减少整个投资组合占全部投资资金的比重。

投资组合的动态调整既遵循了投资的原则，也是投资策略和交易法则的具体体现。投资组合的动态调整要遵循以下原则进行操作。

## 一、概率抽样构建投资组合的原则

大数投资所采用的概率抽样方法是分层抽样法，其有效性体现在资金均衡配置于不同行业，一般配置于某一行业的资金不超过投资余额的 3%，表现为资金开始配置于某一行业时，该行业企业股票市值占投资余额的比重不超过 3%。

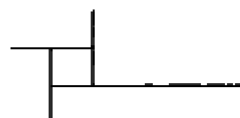
在投资组合的配置过程中或者投资组合配置完成后，如果大多数行业企业的股价均没有显著上涨，也就是配置于这些行业企业的市值占总投资额之比没有显著改变，一般不需对这些组合进行调整。

但是，当其中个别行业企业的股价上升较快，其市值占投资余额比重相应显著上升时，则需进行适当调整，例如，行业企业的市值占投资余额比重上升到 6%时，可以卖出 1/2 的股票，将占比调到 3%的水平。如果该企业股价继续上涨，占比再一次上升到 6%，可以继续卖出 1/2 的股票，将占比调到 3%的水平，这种调整可持续进行下去。

总之，按照概率抽样构建投资组合的原则，某一行业配置资金占投资余额比重在 3%以下时，可在股市下跌过程中依据低估值标准增加对该行业企业的配置，可购买一家企业，也可购买几家企业。当配置于某一行业的资金占比超过 3%的倍数时，则可减半调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





整，可卖出该行业的一家企业或几家企业至配置资金减半。具体操作视配置该行业企业的实际，并结合相关交易法则进行。

## 二、降低成本原则

降低成本原则是交易法则中的首要法则。它是通过交易实现投资优化的重要途径，投资组合的动态调整同样应坚持这一原则。降低投资组合的投资成本，可以通过减少配置和增加配置两个路径实现。

一方面，市场价格上涨时，减少配置可降低投资组合的成本。例如，某个行业企业股票的配置占比达到 3%时的平均价格为 10 元/股，如果其他企业股票价格没有显著上涨，而该企业股价上涨一倍至 20 元/股，配置占比至 6%，此时减半卖出，投资成本可直接降至零。

另一方面，市场价格下跌时，增加配置可降低投资组合的成本。例如，某个行业企业股票的估值为市盈率的 20 倍，价格为 20 元/股，配置占比大约为 1%。如果短期股价下跌至 15 元/股，市盈率降至 15 倍，则可以继续增加配置占比至大约 2%；如果其股价继续下跌至 10 元/股，市盈率降至 10 倍，则可以继续增加配置至大约 3%。此时，该企业的平均配置成本为 15 元/股，比配置之初的投资成本有所降低。

## 三、认同投资收益优化缘于随机性原则

所谓认同投资收益优化缘于随机性原则，是指在调整卖出严重高估的股票时，只能确定一个大致的基准，由此所作的调整并不能保证投资人的投资组合能够取得与其市场表现一致的结果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而投资人又能坦然接受这样的结果。

组合投资的目的是确保投资安全，在此基础上的投资收益优化，则力求以低估值构建投资组合实现。

不过，投资组合还有一项奇妙的功能，就是可利用市场价格变动的随机性获得优化投资收益，也就是说，投资组合具有与全部上市公司大致相同的盈利及资产增长水平，并且这一结果并不会受到组合中少数企业转坏的影响。但反过来由于市场价格的随机波动，少数企业价格的大幅上涨却能使投资组合收益达到优化的程度。

对投资组合进行动态调整时，可以卖出或部分卖出那些企业资产价值并无显著上升而股价大幅上升的股票，增加较低估值企业股票的配置，或等待其他企业估值下跌时增加配置。

这里最需要注意的是，对投资收益缘于随机性要有高度的认同感，坦然接受调整后组合的市场表现结果。

按照估值基准调整投资组合时，势必会卖出某些估值严重高估企业的股票而重新买进低估企业进入组合。但投资人会发现，无论自己确定什么样的具体标准进行调整，都可能与投资组合的市场表现不一致。例如，以高出平均估值水平一倍为严重高估的基准减半卖出持有的某家企业股票，但结果是卖出的继续上涨，没有高估的反而不上涨。简言之，投资人应持的态度是，只要获得超额收益就满意，而不是力求更高的收益。

## 四、结合市场整体估值水平调整投资组合原则

结合市场整体估值水平是指需要考虑市场整体估值水平构建投资组合。市场整体严重高估时彻底放弃构建投资组合（如图2—1所示），2007年底沪深市场市净率为7.02倍，2007年10月市盈率最高接近8倍的水平，市场价格比净资产高出近7倍之多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场严重高估时不应构建投资组合也有统计上的依据。实证研究表明，像2007年市场严重高估的年份，即使建立一组相对低估值的投资组合，其收益水平反而低于市场的平均水平。换言之，市场整体高估时，已经无投资价值可言。以市场整体低估值构建投资组合，可从下列实际考虑。

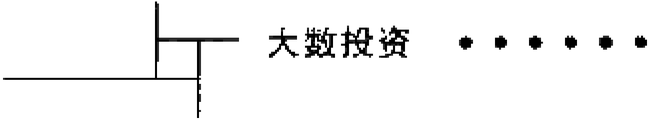
第一，整体估值水平较低时，可以迅速构建完毕投资组合，包括选择足够的行业企业数量，以及整个投资组合配置资金占投资余额的比重。例如，任天里2004年年底投资时，上海证券市场的市盈率为18倍左右，这个时候大量的企业都处于较低估值水平，容易构建低估值水平的投资组合。按照分层抽样构建的投资组合的估值水平，此时也会低于市场估值水平，一般可获得超额投资收益。

在市场整体估值水平较低时构建投资组合，即使投资组合估值与市场整体水平一致，像任天里那样按等距抽样选择企业组合，同样可获得较高的长期投资收益，也就是说，依据市场整体估值构建投资组合，比不顾及市场估值单纯追求低估值企业构建投资组合意义更大。

如第一章图1—8所示，选择在2005年年底、2008年年底构建投资组合，投资更为安全并可能带来更高的投资收益，主要是因为此时市场的整体估值水平较低。2005年年底市净率为1.72倍，2008年年底市净率为2.02倍，2011年10月，市场整体估值再一次下降到较低水平，沪深两市的市盈率为1.8倍左右，可以考虑加大资金比例配置投资组合。

有些人在市场整体高估时，过早开始配置投资组合，往往源于人们担心市场持续高估失去投资机会。从市场长期表现来看，这种担心大可不必。目前证券市场的实际表现是，市场波动更加频繁，上涨下跌周期缩短，例如，近八年上海证券市场的涨跌情况是，几乎是三年就完成了一个上涨下降的波动周期，市场很容易出现整体低估的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




第二，当市场处于不高不低的估值状态下波动时，投资组合需要在一个较长的时间内逐步构建。

哪些行业企业估值波动到较低水平，就可以选择哪些企业加以配置，并以行业为基准控制资金配置的比例。一些行业内如果没有低估值的企业出现，宁可让资金暂时闲置，等待这些行业企业低估机会的出现，或者等待整个市场低估机会的出现。而等待的原因一如前面所述，当今市场波动频繁，很容易出现低估的市场机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第三章

# 企业股票估值算法

第一节　企业股票估值算法分类

第二节　企业股票估值的常用算法

第三节　企业股票多项因素估值算法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



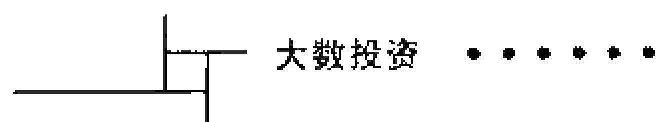
企业股票估值是指上市公司股票价格与其价值的比值，是用来衡量股票投资价值的指标。不言而喻，由于全部上市公司资产及盈利持续增长，从公司角度衡量，上市公司是有价值的，但购买上市公司所支付的成本是股票价格而不是其价值。衡量投资价值既要考虑公司的价值，也要考虑购买公司的股票价格，股票估值是同时能够衡量公司价值和购买价格水平的基准指标。股票估值的算法，就是确定估值方法，以及给出具体估值标准的过程和方法。例如，以 20 倍市盈率或 2 倍市净率作为大企业合理估值标准，就是确定了以大企业为组合投资对象的合理估值基准。

创办非上市公司，所投资本一般会形成公司的净资产；购买非上市公司，一般也无须支付高于其净资产的成本价格，因此，衡量非上市公司的投资价值一般以净资产作为评价指标。净资产成为衡量非上市公司价值及其投资成本是否合理的基本指标，如何衡量非上市公司的投资成本因此有了可依据的评价标准。当然，投资人实际考虑投资价值以及投资成本时，还要考虑资产盈利能力、公司未来前景等多种因素。但不管怎样，净资产成为评价非上市公司价值的基本指标，也因此成为投资者投资价值的基本指标。换句话讲，非上市公司的价值与投资者的投资价值基本是一致的。

投资上市公司，与投资非上市公司不同，除个别情况外，投资上市公司所支付的股票价格高于其净资产价值，即购买上市公司不是以与接近净资产的“平价价格”购买，而是以高于其净资产的“溢价价格”购买，那么究竟支付多高的价格合理呢？正如购买非上市公司以其净资产价值为基准一样，购买上市公司则以能合理反映溢价水平高低的指标为基准。股票估值就是衡量股票价格与其价值溢价程度的指标。

市净率和市盈率是计算上市公司股票估值的基本指标，不仅因为其容易使用，而且从统计实证上发现，它们是能够作为构建投资组合的有效标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




就个别企业观察，其未来盈利能力以及资产价值的增减具有不确定性，股票价格更是受多种因素影响频繁波动，似乎很难找到合适的估值指标。但对上市公司的总体观察发现，上市公司总体价格变化趋势与其盈利和净资产价值持续增长的趋势一致。因此，可以将市盈率和市净率等估值指标作为投资上市公司的投资价值指标，而且可以根据这些指标的长期变化数据，确定构建投资组合时的具体数值。

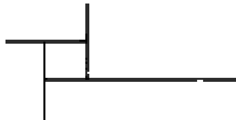
概率抽样提供了构建投资组合拟合全部上市公司净值及盈利的价值路径，而股票估值则提供了衡量投资价值的价格以及成本基准。第一，股票估值提供了构建投资组合购买股票的初始基准，资金配置于某一行业某一企业时，必须达到长期平均估值水平以下。第二，股票估值提供了调整投资组合的基准。估值越低购买越多，直至将应配置比例的资金全部用完。结合降低持有股票投资成本的原则，投资组合中某些股票估值严重高估时，可以部分卖出。

构建投资组合依据估值基准，并非希望通过估值判断股票的价格走势，而是力求通过正确估值以相对较低的价格买进股票并有信心长期持有，避免受股票价格波动的干扰。对以投资企业理念投资股票的投资人而言，股票价格或高或低都是相对概念，都是针对某一时点股票价格与以前相比而言的。股票价格变动趋势无法预测，也没有必要预测。只要正确进行股票估值，就能保证自己以较低价格购买企业股票。投资人买进低估值股票后，即使股票价格继续下跌，投资人暂时遭受投资损失，但损失也会相对较低。而且价格降到低估值水平的股票，长期价格终究会上涨，能够给投资人带来良好的投资回报。

在全球证券市场上，除极个别时期出现过某一市场上市公司股票市值与其净资产接近的情况外，整个市场的股票市值总是高于其净资产价值的。因此上市公司估值而不是净值必然成为衡量投资价值及投资成本的基准。以往有一种解释，投资上市公司源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





于人们对企业的未来收益有更高的预期，因此人们愿意支付更高的价格，从而导致上市公司股价高于其净值价值。从市场股价波动的事后观察确实可以如此解释，但这无助于投资人确定什么价格可以有投资价值。

上市公司较高的盈利能力并不是人们的预期设想，而是事实。一方面，上市公司的盈利水平高于全社会的盈利水平，从长期角度衡量，人们投资上市公司所支付的成本必然高于其净值价值，衡量投资价值及成本合理与否就应采用估值而不是净值基准，要求在净值状态下投资显然无法实际进行投资。另一方面，上市公司股价高于其净值，会吸引新的投资者加入，而上市公司吸引新的投资者加入一般以增发等再融资的方式实现。在再融资的过程中，已有的投资人会获得新股东转移来的净资产价值。

市盈率、市净率是估值的常用指标，是估值的一种表达方法。而出于统计方法或其他方法评价上市公司投资价值的需要，股票估值还有其他表达方法及相关指标。

# 第一节　企业股票估值算法分类

股票估值方法的选择可以从多方面考虑。依据估值的表现方式、股票价值特性和使用指标数量基准的不同，估值方法可以划分为三类：（1）直接估值法和间接估值法；（2）单项因素估值法和多项因素估值法；（3）股票绝对价值估值法和相对价值估值法。

## 一、直接估值法和间接估值法

直接估值法是指用企业股票每股多少元或企业股票价值总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多少这种直接可以表达股票价值的指标作为股票价值标准的估值方法。例如，某企业利润为0.5元/股，如果投资人可接受的风险收益水平为5%，那么可算出该股票投资价值为10元/股，每股10元以下即可以买入。

直接估值法的优点是估值结果表达简单，投资人只要将估值结果与股票时价相比较，就可以对估值结果做出判断。即如果股票时价低于股票估值结果，投资人就可以买进股票。缺点是虽然估值能给出每家股票的价值标准，但如何比较一组投资组合股票的投资价值高低，还需要通过指标结果的再次处理才能得出结论。例如，有甲、乙两家企业，其中甲企业股票的价值为10元/股，乙企业股票的价值为15元/股，而甲企业股票市价为8元/股，乙企业股票市价为11元/股。两家企业的股票市价均低于各自的价值水平，那么究竟应先买入哪一家企业的股票呢？显然还需计算各自价值与价格的相对差别才能决定。

间接估值法是指通过市盈率、市净率等指标间接表示企业股票价值的估值方法。这种估值方法的优点是计算简单，很多数据可以直接从交易平台或其他应用分析软件获得，并且这些数据直接给出了不同企业股票估值结果的高低顺序，从而也确定了投资组合股票的购买顺序。缺点是所选取的估值指标是否合适、选多少个指标合适都有一些不确定性。例如，究竟市盈率是不是适用的指标？市盈率多少为高估或严重高估？多少为低估或严重低估？还需不断检验才能得出正确结论。

## 二、单项因素估值法和多项因素估值法

单项因素估值法是指用市盈率、市净率、净资产收益率等指标，分别作为企业股票价值评价标准的估值方法。这种方法的优点是通过分析不同企业在所选指标上的实际数值，可对不同企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价值高低直接进行排序、比较。缺点是所选指标的标准还要另行确定。

多项因素估值法是指将市盈率、市净率、净资产收益率等有关企业资产质量和盈利能力的多项因素作为企业投资价值评价标准的估值方法。这种方法的优点是对影响企业价值的因素考虑全面，对不同企业价值的高低排序相对稳妥，缺点是由于指标过多，做实际评价时比较烦琐。

需要指出的是，用多项因素估值，各项指标之间具有不同的价值量纲标准。净资产收益率和企业经营年限两个指标，一个是比率量纲指标，一个是年限量纲指标，二者不同，无法直接进行比较，需要转化为无量纲指标进行比较。例如，甲、乙两家企业，甲企业净资产收益率高而经营年限短，乙企业净资产收益率低而经营年限长，在两项指标上甲、乙两家企业各有优劣，无法直接判断谁的估值有优势。如果将净资产收益率和经营年限指标都转化成股票投资价值的概率值，即多少净资产收益率对应多高的投资价值概率，多少经营年限对应多高的投资价值概率，就可以分别计算两家企业以多项不同指标衡量的各自股票投资价值的概率值。这样做，不但能够确认每家企业投资价值的大小，还能直接比较不同企业股票投资价值的高低。

## 三、绝对价值估值法和相对价值估值法

绝对价值估值法是指用企业股票每股价值、企业未来收益的现金流折现值这样的绝对价值指标估值的方法。这种方法的优点是能够提出买入或卖出一家企业股票价格的绝对价格基准，给买卖股票带来便利。缺点是计算绝对价值的指标比较单一，对影响股票投资价值的因素考虑不够全面。

相对价值估值法是选择主营业务收益率、净资产收益率、市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盈率等多项估值指标对企业股票价值进行综合估值的方法。由于各项指标的量纲含义不同，不同企业之间在不同指标之间会出现“此长彼短”的情况，难以直接比较。用相对价值估值法，应选择无量纲的相对价值指标，即前面提到的用股票投资价值概率表示。这种方法的优点是由于不同量纲指标可以转化为无量纲指标，可以充分考察影响股票投资价值的多项因素，对企业资产质量和利润真实性的检验比较可靠，缺点是由于使用指标较多，对各项指标的有效性要分别进行检验，工作量相对大一些。

## 第二节　企业股票估值的常用算法

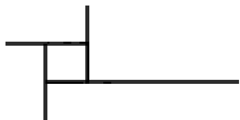
上述股票估值方法的分类主要是基于帮助投资人理清思路的考虑，一种估值方法可能同时属于不同的分类。例如，相对价值估值法又属于间接估值法和多项因素估值法。也可以说，一项具体估值操作包含了不同方法的交叉使用。例如，绝对价值估值法往往与单项因素估值法和直接估值法共同使用，相对价值估值法往往与多项因素估值法和间接价值估值法共同使用。不过，任何估值方法首先都要用到估值指标，常见的估值指标有市盈率、市净率、市销率、未来现金流折现值等，这里对相关方法做出具体分析。

### 一、市盈率估值法

市盈率是股票价格与股票盈利的比值，即市盈率＝每股股价/每股盈利。市盈率估值法是将市盈率作为股票价值标准的估值方法。应用这种方法，首先需要确定一个市盈率估值的标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





值，即判断投资价值高或低的标准的市盈率的边际值。某一企业股票的实际市盈率如果低于市盈率的边际值为股票价值低估，高于边际值为股票价值高估。

市盈率为股票风险收益率的倒数，即市盈率＝1/风险收益率，其边际值以投资股票风险收益率的边际值为基准确定，而风险收益率的边际值又以金融市场无风险金融产品收益率为基准确定。假如目前无风险金融产品的收益率为3%左右，风险收益率的边际值则为3%，市盈率作为股票估值标准的边际值为30倍。如果金融市场无风险金融产品的收益率提高，例如提高到4%，则风险收益率的边际值为4%，市盈率的边际值为25倍。

市盈率的含义是按照目前企业的实际盈利水平，投资人在股票上所支付的投资本金多少年能够收回。市盈率是股票投资回收期，即投资回收年限的静态直观表达。

市盈率有代表整体市场水平的股市市盈率，以及企业市盈率、行业市盈率、股票每股市盈率等多种表达方式。市场整体市盈率是市场所有股票的价格总额与所有股票企业的利润总额之比，股票每股市盈率是每股股价与每股盈利之比。

### 1. 市盈率估值法的优点和缺点

市盈率估值的优点是，市盈率能够同时表达价值估值标准以及企业股票价值与市盈率标准的比较结果，投资人可以直观地对相关内容和基准做出比较和判断。

第一，借助于市盈率指标，投资人可以立刻知道投资某一家企业股票的可能投资回收年限和年均收益水平，由此对投资可行性做出基本判断。

第二，借助于市盈率指标，投资人可以直观比较个别企业估值水平与整个市场估值水平的差异。在投资人折价买入股票时，市盈率提供了直观和整体的比较标准。

第三，用市盈率可以对所投资股票在企业所属行业内进行比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



较。对同一行业内的企业而言，如果企业价值差异不大，市盈率越低的企业股票的实际估值越低，越值得购买。

第四，用市盈率可以对不同行业或整个股市的估值水平进行评价。当某些行业或整个股市的市盈率水平高于市盈率的边际值时，一些企业股票的实际市盈率仍低于市盈率的边际值，理论上讲，这时可以不理会整个市场的情况而继续投资，但此时投资人必须小心，确认那些低市盈率企业的盈利是否真实。如果那些企业拥有因为股市上涨带动自己所投资其他企业股票上涨而形成的收益，那么这些低市盈率股票并不能简单判断为价值低估。整个股市估值水平较高时对个股的投资也需谨慎。相反，整个股市估值水平较低时，则不妨大胆投资。

第五，用市盈率可以进行股票估值的纵向比较。根据市盈率长期的高低变化以及投资收益回报的历史，大致可以确定某家企业股票买入的估值基准。当然，无论买入什么股票，都必须坚持以股票买入价格衡量，能够确保投资人有投资安全边际，即买进股票价格计算出的实际市盈率低于作为股票投资价值基准的市盈率的边际值。

市盈率估值的缺点是，如果投资股票数量较少，用市盈率作为估值基准可能导致投资失败。因为个别企业利润的不真实性或不可持续性，会造成据此计算出的实际市盈率失真，从而对投资者造成较大伤害。不过如果是股票的投资组合，则不必担心个别企业利润失真及其个别股票市盈率的失真。

使用市盈率作为估值指标需要注意的是，这种方法具有长期有效的特点。也就是说，投资人选择低市盈率的股票进行组合投资，长期会有较好的投资回报，但短期则没有同样的投资回报效应。因为市场价格的短期波动与市盈率高低并没有显著的相关关系，低市盈率的股票短期未必一定上涨，高市盈率的股票短期也未必不涨，以市盈率作为估值标准需立足于长期投资。

使用市盈率估值法还要留心的一点是，市场里有一种主张用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所谓动态市盈率替代静态市盈率的观点，其理由是，好企业的收益都是不断增长的，用企业目前为止的盈利计算的市盈率是静态市盈率，低估了企业的未来价值。投资人对此应保持警醒，上述观点的误区在于，市盈率为倍数关系表明投资人已经为好企业的未来收益支付了较高的投资价格。若用动态市盈率作为估值标准，一是企业的未来收益具有不确定性；二是投资人可能需要支付更高的投资价格。其实，按动态市盈率标准投资，投资人多支付的成本即高价格是确定的，而投资企业股票的盈利水平却具有不确定性，历史统计结果支持投资人可以为未来收益支付一次溢价成本，但不应该在溢价的基础上以动态市盈率标准再支付一次溢价成本。

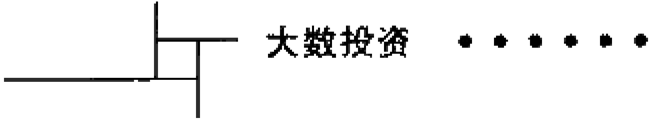
### 2. 市盈率估值法的应用

第一，市盈率的边际值是一个动态变化的数值。市盈率的边际值由投资安全边际确定，目前中国金融市场金融产品年均无风险收益率大约为 3%，市盈率的边际值应为 30 倍，中小企业构建投资组合的合理市盈率为 25 倍及以下，大企业合理的市盈率为 20 倍及以下。市盈率越低，低估程度越高，投资价值越高。

第二，投资人需要注意，企业临时的收益或成本支出可能导致市盈率估值失真。比如，企业因出售资产或者其他特殊原因可能导致短期利润大增，但这样的利润收益并无可持续性，如果因此使企业股票市盈率降低并显示企业股票价格低估价值，其结论并不可靠。同样，企业也可能因为偶然的因素使短期费用上升，这时，投资人需要仔细研究其费用的增加是否合理，是否能够通过费用支出换取未来的更大收益，而且还须结合其他估值方法对企业投资价值进行评价，才能确定这些企业的股票是否值得投资。

第三，应用市盈率估值法进行股票估值，应尽可能结合应用其他价值评价指标。如果以其他指标评价，两家企业股票的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




水平相当，那么低市盈率的股票更具投资价值。

第四，确定市盈率的具体估值标准要以长期统计结果为基础。首先，从股票上涨的特性看，一些上涨较快、估值较高股票的股价，接下来可能会有更高更快的上涨表现，低市盈率的股票短期未必一定比高市盈率的股票有较好的市场表现。但那些高估值的股票终归会出现较大幅度的下跌并因此使投资人蒙受巨大损失。与此相反，低市盈率的股票即使下跌，跌幅相对较小，而且长期也会随企业价值增长而上涨。所以，使用市盈率指标估值并据此进行投资时，应摆脱市场短期波动诱惑。其次，企业股票的市盈率越低，股票价格对股票价值越是低估，但这种低估往往确实是因为盈利较差而造成的，这样的企业也难有投资价值。对个别股票并不能单纯依据市盈率一项指标来判断投资价值的高低。一些长期没有利润增长的企业，股票市盈率往往较低，如果投资人据此投资，长期投资效果可能并不理想，投资人有必要对长期数据进行分析，以获取最佳数值。

## 二、市净率估值法

市净率是股票价格与股票净资产的比值，即市净率＝每股股价/每股净资产。市净率估值法是将市净率作为股票价值标准的估值方法。应用这种方法，首先需要确定一个市净率估值的标准值，即判断投资价值高或低的标准的市净率的边际值。某一企业股票的实际市净率，如果低于市净率的边际值即为股票价值低估，高于边际值则为股票价值高估。

市净率的边际值可由下列公式推导：

$$\text{投资股票的安全边际}=\text{投资股票风险收益率}-\text{无风险金融产品收益率}$$

$$\text{投资股票风险收益率}=\frac{\text{上市企业年均净资产收益率}}{\text{市净率}}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此，以市净率作为估值标准时，有

$$\text{投资股票的安全边际}=\frac{\text{上市企业年均净资产收益率}}{\text{市净率}}-\text{无风险金融产品收益率}$$

沪深股市上市公司多年来年均净资产收益率为10%左右，目前无风险金融产品的收益率为3%左右，市净率在3倍以下，股票投资有安全边际。也就是说，股票价格为其净资产的3倍以下时，投资股票的风险收益率大于3%，投资股票有安全边际。因此，当前市净率3倍是市净率作为股票估值的边际值。

市净率的表面含义是指股票价格为股票净资产的多少倍，内在含义是指企业盈利与企业净资产密切相关，即如果企业的利润水平脱离了企业净资产，其可靠性就会大打折扣。价值投资法的创立者本杰明·格雷厄姆所提出的内在价值等于股票账面价值与股票净流动资产的比值的定义，代表了市净率最早的概念。在格雷厄姆投资的年代，企业的信息披露远不够透明，为了强调投资的安全性，他对净资产所能反映的真实性也提出了比较苛刻的标准，强调用可以变现的净流动资产替代净资产对股票价值估值可能更为可靠。

同市盈率一样，市净率有代表市场整体水平的股市市净率，以及企业市净率、行业市净率、股票每股市净率等多种形式。市场整体市净率是市场所有股票的价格总额与所有股票企业净资产总额之比，股票每股市净率是每股股价与每股盈利之比。

### 1. 市净率估值法的优点和缺点

市净率估值法的优点是，能直观反映企业股票价格与净资产的数量关系，反映与所投资企业的净资产相比投资人多支付的价格水平是多少。

第一，用市净率估值法能迅速对整个市场的估值水平高低做出判断。企业的利润毕竟是通过资产创造出来的，虽然资产包括净资产和负债两部分，但企业负债率一般不超过50%这一标准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能够让投资人判断出股票资产总额大约为净资产的两倍。市净率过高，说明股票价格对资产总额之比过高，意味着投资人为购买股票支付了过高的价格。当上市公司整体净资产收益水平大约为10%，而市净率超过3倍以上时，可以判断股市价格已经趋向高估价值。

第二，投资人可以用市净率估值法判断某一家企业股票价值是低估还是高估。虽然在不同于格雷厄姆时代的现代，一些靠品牌、信息等不计入资产负债表资产项下的资产创造利润的企业数量在逐步增加，但那些安全性较高和有持续盈利能力的企业，其利润主要还是靠有形资产和可以计入资产的无形资产创造出来的。这些企业能够长期带给投资人较好回报的条件之一是，投资人购买这些企业股票的市净率较低。

第三，市净率与市盈率一样，可以进行行业内部企业之间、不同行业企业之间，以及纵向企业自身投资价值的比较。这可以帮助投资人通过统计结果和较长时期的历史观察，来确定低估和高估的具体标准，便于投资的具体操作。

第四，确定市净率的具体估值标准要以长期统计结果为基础，其原理同确定市盈率具体估值标准相同，而且也应该像确定市盈率的具体标准一样，将市场长期市净率均值定为组合配置的市净率合理标准，配置大企业的市净率上限一般为2倍，配置中小企业的市净率上限为2.5倍。

市净率估值法的缺点是，其估值适用性有一定的局限。例如，金融行业以及其他服务行业企业的估值不适合使用市净率估值。特别是，那些经营和盈利越来越受网络影响的企业，其依靠信息处理能力提升带来的竞争优势还难以反映在企业的资产上，用市盈率估值难以反映这些企业的资产状况以及盈利能力。

### 2. 市净率估值法的应用

第一，合理选择市净率估值边际值。市净率的边际值是根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



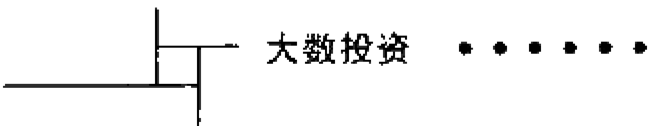
投资股票须有安全边际的要求确定的，目前沪深股市上市企业的净资产收益率为10%左右，无风险金融产品的收益率为3%左右，按照“股票投资安全边际＝上市企业年均净资产收益率/市净率－无风险金融产品收益率”的公式，可确定目前沪深股市的市净率边际值大约为3倍。

不过同市盈率估值一样，随着上市公司净资产收益水平以及无风险金融产品收益率的改变，市净率估值的边际值也应动态调整。例如，上市公司年均净资产收益率不变仍为10%，而无风险金融产品收益率达到4%的水平时，市净率估值的边际值应该调整为2.5倍。构建投资组合中小企业的合理市净率为2.5倍及以下，大企业合理的市净率为2倍及以下。市净率越低，低估程度越高，投资价值越高。

第二，用市净率作为估值标准时，结合使用其他指标共同评价更加有效，如与市盈率或者企业股利派现率结合使用。假如甲、乙两家企业股票的市净率相同，但甲企业股票的市盈率较高，可优先选择乙企业的股票投资；又如，甲、乙两家企业股票的市盈率相同，但甲企业股票的市净率较低，则应优先选择甲企业的股票投资。

第三，用市净率估值，应用于金融行业企业时，与应用在其他适用性行业的企业不同。金融业是高负债经营的行业，作为行业法规的《巴塞尔协议》规定，银行等金融企业的最低资本充足率（企业净资产占资产总额的比率）为8%。2011年5月3日中国银监会发布《中国银行业实施新监管标准的指导意见》（简称《指导意见》），全面提升资本充足率、杠杆率、流动性、贷款损失准备等监管标准。《指导意见》特别提出，新标准实施后，正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不得低于11.5%和10.5%。金融业企业的市净率一般高于其他行业的企业。对金融企业的核心评价标准，是它所管理的资产是否安全，可以用不良贷款率的高低等指标来反映。晨星公司的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




员帕特·多尔西在《股市真规则》一书中，提醒投资人要牢牢记住，当金融类企业股票市净率小于1时，常常预示着企业正在经历某种麻烦。因此，对金融类企业用市净率估值，既要考虑较高边际限制，也要考虑较低边际限制。

## 三、市销率估值法

市销率是股票每股价格与每股销售收入的比值。市销率估值法是将市销率作为股票价值标准的估值方法。应用这种方法，首先需要确定一个市销率的标准值，即市销率边际值。市销率的边际值大约为1倍，它表明购买一家企业的股票时，为每股销售收入支付同等的价格是买进股票的价格最高限。某一企业股票的实际市销率，如果低于市销率的边际值，为股票价值低估；高于边际值，为股票价值高估。

市销率与市盈率和市净率有所不同，它不是衡量股市整体估值水平的指标，而是对具体企业股票进行估值的指标。因为企业销售收入是评价企业运营能力的内容，因此，分析企业的市销率还包含对企业进行评价的内容。严格地讲，市销率不是股票估值常用的指标，而是企业价值评价指标和股票估值指标之间的转换指标。与市盈率和市净率广泛用作估值标准不同，市销率是一个较新的估值标准，尚未在估值领域得到广泛应用。

### 1. 市销率估值的优点和缺点

市销率估值的优点是，它兼具对企业价值评价和估值的双重功能。

第一，从企业价值评价角度看，企业的销售收入数据更加原始，反映在企业财务报表中比利润更具真实性。而且，即使个别公司可能会调整销售收入，但调整程度远小于对利润的调整。更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为重要的是，企业稳定和利润增长的基础是企业的销售收入，因此，以销售收入评价企业可靠性更强。

第二，经济周期性等影响因素的存在，往往会导致一些企业利润产生较大的波动，企业股票的市盈率在相同股票价格下也会因利润的波动而变动较大。机械地以市盈率指标作为估值标准，难以反映企业受经济周期性因素影响的实际。特别是以较低估值买入的、准备长期持有的企业，可能由于其利润暂时减少导致市盈率上升，投资人难以坚持持有。有了市销率指标的帮助，投资人能够对所支付的股票价格中所包含的企业销售收入水平保持信心，进而能够平静对待企业利润的波动而坚守长期投资的原则。

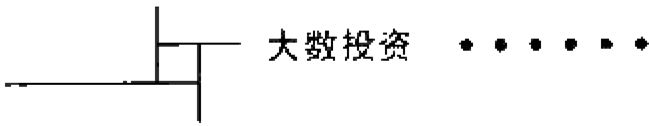
市销率估值法的缺点是，不同行业企业销售收入所能产生的利润水平差异较大，有的企业销售收入产生的利润收益较低，有的企业销售收入产生的利润水平较高。而且，这种差异不仅表现在不同行业的企业之间，也表现在同一行业的不同企业之间。市场竞争越激烈，企业销售收入所产生的利润收益就越低。例如，零售商是典型的主营业务利润较低的企业，对这些企业而言，市销率估值的适用性存在局限。

### 2. 市销率估值法的应用

第一，投资人在应用市销率估值法时，对不同企业的市销率边际值不必苛求一致。不同行业企业的市销率边际值需要根据该行业企业的平均销售利润率水平确定。

第二，市销率估值法主要用于利润波动较大企业的估值。也就是说，对那些利润波动较大不太适用于以市盈率估值的企业，可以用市销率估值去替代。它表明，尽管一些企业的盈利常常波动，但如果企业经营正常并且购买企业股票时对其销售收入支付的价格不是很高，就意味着这类企业股票的估值水平不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低·10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




## 四、内在价值估值法

内在价值是指股票未来收益现金流的折现值。内在价值估值法是将内在价值作为股票价值标准的估值方法。这种方法首先通过估计企业未来的现金流，以一定的折现率计算出企业在一定时间内现金流的折现值，然后与企业股票时价进行比较。股价时价低于现金流折现值的股票为低估，股价时价高于现金流折现值的股票为高估。

内在价值估值法认为：第一，购买股票的真正基准是未来收益现金流的折现值，因为只有能够转为现金流的价值才是投资人可以自由支配的价值，而使用一定的折现率折现，又消除了未来现金流的时间价值损失。第二，内在价值评估让投资人更关心企业的价值而不是价格。而且，能帮助投资人知道自己为什么愿意对某些企业股票支付较高的现价，而对另一些企业只愿支付较低的现价。有时，宁愿购买市盈率 25 倍的股票而不情愿购买市盈率 20 倍的股票，是因为前者有更高的未来收益折现值。

### 1. 内在价值估值法的应用

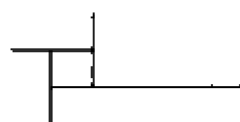
内在价值估值法的应用分为三个步骤：计算预期投资期限内企业的未来现金流；选择合适的折现率；计算未来现金流的折现值。

**步骤 1**：计算预期投资期限内企业的未来现金流。现金流是指企业产生的收益在扣除了营业费用和再投资后的部分，又称为自由现金流。未来现金流是投资人在预期的投资期限内（例如 20 年）每年能收到的自由现金流总额。

晨星公司计算企业现金流的方法是，根据过去一段时期（例如 10 年）现金流的年均增长率（例如 9%）和投资当年企业自由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





现金流的数量，计算未来预期投资期限内的现金流总额。

**步骤 2：** 选择合适的折现率。折现率是指将未来收益转为现值的折扣率。例如，一个企业为激励员工，准备给员工每年多发一笔奖金，这笔奖金如果在年初发为 9 000 元，而年底发则为 10 000元。员工想在年初拿到奖金，就要比年底折扣 10%，这就类似于未来现金流的折现率。

折现率的确定主要考虑两项因素，即资金的时间价值和风险溢价。资金的时间价值以银行年贷款利率为准。风险溢价是指考虑企业的规模、经营周期、财务杠杆，以及通货膨胀等因素带来的经营风险所要求的折现补偿，一般为 3%左右。当然，经营风险高的企业应该有更高的风险溢价补偿。

**步骤 3：** 计算未来现金流的折现值。根据步骤 2 确定的折现率计算折现系数，用折现系数乘以步骤 1 计算出来的未来自由现金流总额，得到现金流折现值即企业股票的内在价值。

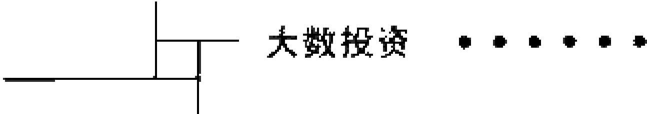
上述方法是计算未来现金流折现值的简便方法，复杂方法是按永续年金价值法计算内在价值，由于复杂且实用性较低，这里暂不介绍。

### 2. 关于内在价值估值法的两点说明

内在价值估值是从格雷厄姆就开始的价值投资人所主张的估值方法，但他们大都没给出具体的估值方法。尽管晨星公司给出了类似上面所介绍的方法，但细心的读者一定会发现，这种方法中的自由现金流以及折现率的确定都渗透了很强的主观因素。因此，内在价值估值法与其说是一种估值方法，不如说是一种投资理念，投资人坚持这种理念，有助于在投资实践中培养计算企业自由现金流和折现率的能力。

与投资人小心谨慎地使用内在价值估值法的做法相比，许多融资人更愿意用带有强烈预期性的未来现金流做自我推介，其中隐含的不确定性和风险可想而知。本书介绍内在价值估值法，与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




其说是希望投资人使用这个方法，不如说是想通过这个方法的介绍，强调其中所包含的不确定性和潜在风险。

需要指出的是，读者可能会接触到对上述指标估值是否有效的质疑，其中尤以对用市盈率、市净率指标作为估值标准的质疑居多。对上述指标估值有效性提出质疑的一个重要原因是，这些指标所依赖的数据有时失真。比如，企业误报或调整利润，可能使股票的实际市盈率失真，使用市盈率对企业估值可能会导致投资个别股票失败。但统计结果表明，应用市盈率或市净率估值选择股票进行组合投资能够获得较高的投资回报。杰米里·西格尔教授的统计表明，仅用市盈率或派现率一项指标作为估值基准，在标准普尔 500 指数股票中选出价值低估的股票组合进行长期投资，结果会得到比标准普尔 500 股票指数更好的投资回报。

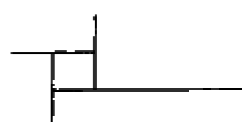
## 第三节　企业股票多项因素估值算法

### 一、股票多项因素估值逻辑

多项因素估值法是力求优化投资收益的一种方法。该方法试图通过对影响企业价值较多因素的综合评价，选出更有投资价值的上市公司构建投资组合。本书多处强调，如果评价企业时过多受到评价者主观因素的干扰，结果可能不理想。采用多项因素对股票进行估值，可能更容易出现这样的问题。为此，此处给出的多项因素估值法借鉴了目前人们比较公认的看法，采用的判断逻辑借鉴了价值投资所主张的评价企业投资价值的四项原则评价方法，对相关估值指标及结果的计算采用以往数据的统计结果，而不是像内在价值那样使用预测数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





### 1. 对企业股票投资价值内涵的再认识

企业投资价值是指在企业获利能力的基础上，投资人投资企业股票获得利润和利得收益的水平。企业投资价值包括两方面的含义：一是企业价值，是指有盈利能力的净资产，可以用企业净资产盈利水平等指标来衡量，企业价值高的企业可以称为好企业；二是股票投资价值，是指投资人投资有企业价值的股票可能获得资产增值和利得的收益水平。对一家企业而言，企业有资产及较好的盈利水平，价格又相对较低才有投资价值。

然而，任何企业都难免由好变坏甚至倒闭清算，投资上市公司的投资价值最终体现在以低估值标准构建的投资组合上。

### 2. 股票多项因素估值评价逻辑

为了便于投资人根据评价原则来量化计算企业的投资价值，同时，由于评价原则本身也具有量化的可能，这里借鉴选择了价值投资所使用的四项原则评价法，即以企业原则、管理原则、财务原则和市场原则为基准评价上市公司的投资价值。企业原则是从企业经营历史等角度对企业进行评价，管理原则是从企业管理以及决策者角度评价企业，财务原则是指从企业经营的财务结果角度评价企业，市场原则是从股票价格角度评价投资价值。前三项原则主要用来评价企业优劣，后一项原则用来评价投资价值。

**企业原则**。这项原则反映了投资股票是投资好企业的根本理念，而这项原则的具体内容也是普通投资人能够理解的常识。其主要内容包括企业是否简单且易于了解；企业是否有稳定的经营史；企业是否能够持续以往的经营。企业简单且易于了解，并不是从企业产品技术或服务技术等专业知识难易的角度判断，而应该是从企业产品和服务能否被消费者理解的角度来判断。有稳定的经营史，才容易判断企业是否具备核心竞争能力。企业坚持以往的经营，核心竞争力的保持才具有稳定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按照企业原则，企业的经营历史以及由此形成的品牌价值、主营收入、市场或细分市场的占有率等指标是重要的。

**管理原则**。其核心内容是管理者能对自己有正确的评价和定位，能够对投资人负责，并且行为理性。其主要内容包括管理层是否理性经营；团队是否稳定；公司对投资人是否有真金白银的回报；管理层在市场上是否有良好的口碑和评价等。

这些内容反映了公司具备良好治理结构的根本要求。按照管理原则，经营层的职业经历、企业的分红派现等指标是重要的。

**财务原则**。财务原则要求，企业不仅以往的盈利能力较强，而且要有持续的盈利能力；不仅存量资产有较好的盈利能力，留存利润也同样要有较好的盈利能力。其主要内容包括企业注重权益回报而不是每股收益，企业财务风险低，负债率低，对外担保少，偿债能力强，公司的留存利润要创造市场价值。权益回报是指企业留存收益的盈利水平，强调权益回报的意义在于强调，企业盈利的提高仅仅靠收益留存实现还不够，留存收益还须有持续盈利的水平。

按照财务原则，衡量企业价值需要使用较多的财务指标，包括负债率、偿债能力、净资产收益率、盈利增长情况等。通常，对外担保额占净资产的比率等也能用来作为评价企业价值的指标。

**市场原则**。它是企业投资价值的最后衡量原则。前三项原则是企业价值的评价原则，符合原则要求的企业具有企业价值。在此基础上，符合市场原则要求的股票，即折价购买才具投资价值。在企业价值一定的条件下，股价越低的股票，越具有投资价值。反映市场原则的指标包括未来收益现金流折现值、市盈率以及市净率等。通常最简洁的指标是市盈率和市净率指标。

投资人在具体评价过程中会发现，管理原则的运用难度最大。管理原则是针对企业管理者的评价，而管理者的行为具有一定的不确定性。一些过去表现良好的管理者是否能保持以往的管理能力和管理成绩也有一定的不确定性。所以运用管理原则评价企业投资价值时还需格外慎重，特别要抓住企业盈利及其企业对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资人派现这一真金白银的回报上。

为了用好管理原则，投资人应该特别关注运用管理原则的特殊情况，即应该特别关注那些“傻瓜也能管好的企业”。有些企业管理者的作用并不那么重要，这类企业一般是行政性垄断、占有资源优势或消费渠道垄断的企业，如石油、城市自来水企业。这些企业即使选择了平庸的管理者，由于资源及其产品价格的垄断性，仍能维持较稳定的利润水平，更何况，任何组织也不会长期容忍庸人占据重要的位置，垄断企业也不会长期使用无能的管理者。与竞争类企业相比，靠垄断优势，这类企业不会因为使用了较差的管理者而导致企业倒闭，通常能够在更换较好的管理者之前从容维持其稳定的经营局面。

运用这些原则寻找有投资价值的好企业时，既可以在较小的范围内选择，也可以在较大的范围内选择。前者可考虑在一些特定类型的指数中选择，后者则可以将全部上市企业作为投资对象进行筛选。

## 二、股票多项因素估值算法

股票多项因素估值算法就是将上述评价企业投资价值的原则及相关因素以量化的结果表达出来。

多项因素估值算法的基本原理是，将评价企业优劣所使用的量纲不同的评价指标转化为同一量纲评价指标。这个同一量纲指标就是能反映投资超出平均收益水平的投资胜算概率值 $P$。构建投资组合时，可以根据不同企业 $P$ 值的实际结果，参照公式 $X=2P-1$进行具体配置。

表面上看求 $P$ 值比较烦琐，实际上简单易行。这个方法在教学过程中反复介绍，使用者的反馈意见认为，该方法使用简便，投资实践效果良好。不过，这个方法是力求优化投资收益所采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的方法，使用者如果感到困扰或者实际使用过程中并不能达到期望结果，可以弃之不用，仍然采用市盈率和市净率这样在统计上实用而又简单的方法。股票多项因素估值算法包括三项内容。

**内容一：制作一张企业相对投资价值估值评分表**

**步骤 1：选择评价企业投资价值的要素和相关指标。**

如表 3—1 所示，表的左端由上至下纵向列出评价企业投资价值的四项原则，即企业原则、管理原则、财务原则和市场原则。将四项原则衡量企业投资价值概率值的总分值设为 100%，财务原则所占权重为 40%，其他各项原则权重各为 20%。

**表 3—1　企业相对投资价值估值评分表**

| 企业评价指标 | 投资胜算概率值 $P$(%) | 50 | 65 | 80 | 95 | 被评价企业实际得分 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 管理原则（权重20%） | 企业主营业务经营年限（年） | 3 | 4 | 6 | >8 | |
| | 企业产品或服务市场占有率（%） | 3 | 5 | 10 | >15 | |
| | 企业营业利润占利润总额的比率（%） | 50 | 60 | 75 | >90 | |
| | 企业品牌或资源特性（优越或垄断程度） | 一般 | 较好 | 好 | 优秀 | |
| 企业原则（权重20%） | 企业支配人以及管理团队任职时间（年） | 3 | 4 | 6 | >8 | |
| | 企业现金分红情况（按购买价格计算）% | 2 | 3 | 4 | >5 | |
| | 企业支配人以及管理团队从业记录和获得的专业评价 | 一般 | 较好 | 好 | 优秀 | |
| 财务原则（权重40%） | 资本结构：负债率（%） | 50 | 45 | 40 | 35 | |
| | 偿债能力：流动比率和速动比率 | 一般 | 较好 | 好 | 优秀 | |
| | 净资产收益率（%） | 6 | 8 | 12 | 16 | |
| | 利润增长率（%） | 0 | 10 | 20 | >30 | |
| | 关联交易比率（%） | 40 | 30 | 20 | <10 | |
| | 经营能力（营运能力）由包括存货周转率、应收账款周转率、资本周转率等相关财务指标确定 | 一般 | 较好 | 好 | 优秀 | |
| | 企业担保情况 | 一般 | 较少 | 少 | 很少 | |
| | 企业无形资产占净资产比率 | 12 | 9 | 6 | <3 | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| 投资胜算概率值 P 值(%) / 企业评价指标 | | | 50 | 65 | 80 | 95 | 被评价企业实际得分 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 市场原则（权重20%） | 市盈率 | 中小企业 | >25 | 25 | 20 | ≤15 | |
| | | 大企业 | >20 | 20 | 15 | ≤10 | |
| | 市净率 | 中小企业 | >2.5 | 2.5 | 2 | ≤1.5 | |
| | | 大企业 | >2 | 2 | 1.5 | ≤1 | |
| 合计 | | | | | | | |

**步骤 2**：在每项原则下，选取能够反映该项原则要求又有可能计算出具体数值的若干项评价指标，其中企业原则的评价指标为 4 项，管理原则的评价指标为 3 项，价格原则的评价指标为 2 项，财务原则的评价指标最多，一共有 9 项。

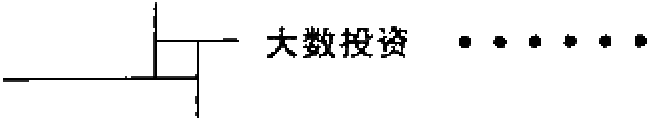
**步骤 3**：表的上端由左至右排列出企业投资价值可能的得分分值标准，从 50 分边际值到最高得分 90 分。50 分代表企业的投资价值概率值为 50 分，得分在 50 分以下的企业不具备投资价值。分值越高，企业越有投资价值。实际上，各个企业投资价值的分值应为连续值。出于应用方便的考虑，表中仅列出了 4 个数值，而且，考虑到大多数企业都有一定的投资风险，将投资价值最高分值标准设定为 90 分。

**步骤 4**：表的中间部分，是各项指标在评价企业投资价值时的得分标准，例如，在企业原则中，企业经营年限这一项投资价值概率值为 65%，80%和 95%的经营年限，分别为 3 年、6 年和 10 年以上。又如，在财务原则中，净资产收益率这一项投资价值概率值为 65%，80%和 95%的净资产收益率水平，分别为 8%，12%和 16%。这些标准是根据以往统计检验的结果确定的。

**内容二：使用评分表给企业打分**

投资人可以对照这张表格给出的标准，结合企业的实际，由上至下逐项给企业的各个指标打分，并将结果列在表的右端对应的空格内。全部空格数值填满后，先按算术平均数计算法计算每项原则的各自得分，再按照各项原则所占的权重，计算企业投资价值的最终得分，求出企业股票投资价值的概率值 $P$ 值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




$$P = P_1 + P_2 + P_3 + P_4$$
$$= 20\%\overline{P}_1 + 20\%\overline{P}_2 + 40\%\overline{P}_3 + 20\%\overline{P}_4$$

**内容三：利用评分结果确定备选投资企业**

对照表格所列标准计算出企业投资价值的实际得分概率值 $P$ 值后，按照由高到低的顺序，选择出得分靠前的若干家企业作为投资备选企业，并列在通常称为“股票池”的备选股票名单中。由于股票价格经常波动，并会因此改变股票市盈率和市净率的高低以及由市盈率和市净率指标估值概率值的结果，对“股票池”中的股票排序应经常进行调整，必要时还要进行更新。具体实施投资策略和交易法则时，可根据“股票池”股票估值排序顺序优选排序高的企业投资。

刚开始使用这种方法时，投资人可能会觉得比较烦琐，习惯以后就会发现其简便实用的好处。而且，借助于网络平台，可以随时完善评价标准和更新企业投资价值得分，这有助于对企业投资价值估值的相对准确，且便于投资人的实际操作。

为防止机械使用该估值评价表造成的投资失误，对使用该表做出如下说明。

第一，企业财务指标列示有限，在财务方面有专长者最好多做一些财务指标分析，或专门分析财务指标，并求出财务指标估值的概率值得分，然后再用加权平均法求出企业各项原则下的估值概率值结果。

第二，对企业价值进行肯定评价时，需要多项因素，但对企业价值做否定评价时，只需少数指标即可。负债率过高、对外担保资金占净资产比例过高、应收款比例过高、盈利波动较大、净资产收益过低，等等，在关键性指标上表现差的企业不具有投资价值，对这样的企业不必再做概率值估值评价。

第三，在对沪深股市上市企业投资价值的实证检验中发现，表中所列指标中有的指标之间存在“同线性”问题，即以不同指标作为投资基准投资，投资收益基本相同。指标的“同线性”无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



疑降低了指标的效率，使用者对此需谨慎辨别。

第四，表格中所列数据并不适于所有行业，使用时需根据统计结果进行适当的调整，比如，国际钢铁行业股票市盈率长期保持在 10 倍左右的水平，所以钢铁行业股票市盈率为 10 倍时，标准分值为及格水平，有投资价值的概率值为 65%。

第五，需要提醒读者注意的是，尽管上述方法的内容比较详细、具体，相关指标的具体数据根据沪深股市实证检验得出，但笔者仍然建议，投资人在使用表 3—1 时，应根据股市的实际变化以及自己的投资实践，对相关指标及其数据再重新验证，保证自己在使用这些指标以及所确定的标准时更有根据和信心。笔者以往使用该评分表时，投资胜算概率值 65%，80%，95%所对应的三个数据分别为 60%，75%和 95%，现在出于操作简便的需要以及在不影响有效性的前提下进行了调整，对市场原则中的市盈率和市净率指标也区分为中小企业和大企业，给出了不同的数据。目前，大多数应用软件对表中所列举的大部分指标的数据作了程序化处理。相关指标数据，包括以时间为基准的纵向序列数据，都可以在相关应用软件上自动搜寻到，投资人容易对表中所列出的标准重新进行检验和订正。



参考资料

**曾经的高估值股票与股市创新高无关**

1999 年 5 月 19 日起，沪深股市出现了一次持续两年的上涨行情，称为“5·19”行情。沪深股市经过两年的下跌行情后，于 1999 年 5 月 19 日以较大升幅开始了持续上涨。当日，沪市综合指数由当日最低点的 1 057.72 收市到 1 109.08 点，升幅为 4.64%。两年后的 2001 年 6 月 13 日，沪市综合指数再创2 242.42点的历史新高后，开始了为期 4 年多的下降走势。其间虽有涨跌波动，但 2005 年 6 月 6 日还是下降到 998.23 点的阶段性新低，50%以上的股票价格与最高点相比跌幅超过一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2005 年，随着原有 2/3 不能流通股份转为可流通的全流通改革，沪深股市再次出现暴涨行情。但是，就在沪市综指创出 4 000 点历史新高的时候，沪深股市仍然有 200 多家企业的股票价格低于 2 242 点时的价格。

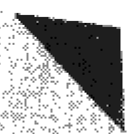
2007 年 5 月 29 日，沪市综指在创出 4 335.16 点的新高后，在短短两个月的时间里，经历了两次幅度达 800 多点的下跌行情。而在 2007 年 8 月 8 日沪市综合指数再次创出 4 663.16 点的历史新高时，只有 3 成企业的股票价格高于 2007 年 5 月 29 日的价格。2007 年 10 月沪市在创出历史性 6 214 点的高点以后，又在短短的一年后的 2008 年 10 月再次创出 1 667 点的低点。而那些在高点创出高估值高价的大多数企业经过这样由高到低，再由低向高的波动，股价都无法回到市场同样估值水平的价格。曾经的高估值企业虽然企业净值价值在稳步上升但无法为投资人带来相应收益甚至造成亏损的原理由此可见一斑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第四章
# 投资策略

第一节　核心投资策略

第二节　辅助投资策略

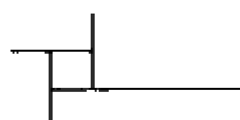




全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





投资策略是实施投资的方略，是按照概率抽样方法以及估值原则构建投资组合以及调整投资组合的实施方案，也是交易操作的依据。构建投资组合有两个基本条件：一是按照概率抽样方法选择样本企业构建拟合全部上市公司的投资组合；二是构建投资组合需符合合理估值及其低估值要求。投资策略的核心内容是制定将这两项内容结合起来构建投资组合的方案。投资策略给出资金配置于个别企业的具体操作方法，同时也给出通过个别企业资金配置构建投资组合的整体方案。

投资策略可分为核心投资策略和辅助投资策略。核心投资策略包括绝对胜算投资策略和逆向投资策略，辅助投资策略包括跟踪指数基金投资策略以及变危急为机会的投资策略。核心投资策略与辅助投资策略并非针对不同的投资内容而言，而是对同样的投资内容从不同角度所作的表述。核心投资策略中的两项投资策略，同样是从不同角度对投资方案进行的表述。

绝对胜算策略是指选择企业构建投资组合时，以投资该企业收益水平超过上市公司平均水平绝对胜算概率值确定实际配置资金比例的投资策略。绝对胜算概率值等于胜算概率值减去失算概率值，例如，投资某企业胜算概率值为 65%，失算概率值为 35%，绝对胜算概率值为 30%，那么实际配置于该企业的资金为计划投资于该企业资金比重的 30%，如果计划配置于该企业的资金为 3 万元，绝对胜算概率值为 30%时，则实际配置于该企业的资金应为计划投资该企业资金的 30%，即实际投资额为 9 000 元。

逆向投资策略是在合理估值基础上，与价格涨跌方向相反进行投资组合配置以及调整的投资策略。价格跌幅越高，投资组合配置比重越高；价格涨幅越高，投资组合配置比重越低。逆向投资策略不能简单理解为与市场或与其他投资人对着干，而是在合理投资成本基础上进行的价格涨跌反向操作，目的是进一步降低投资组合的成本。

单纯从价格变化的角度看，企业股票价格低估时进行配置并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不能保证投资该企业在短期获益，相反，如果配置了低估值的企业之后，该企业的股价进一步下跌，投资该企业的结果是亏损而不是盈利。同样，以低估值构建投资组合也不能保证投资组合在短期获益，相反，如果构建投资组合之后，整个市场进一步下跌，投资组合是亏损而不是盈利。但是，虽然在短期里估值低估后可能由于进一步低估而导致股价下跌并使投资人蒙受损失，但投资组合企业净资产长期持续上涨必然推动价格上涨，投资人必然盈利，而且收益水平相对提高。

从投资收益的实际结果评价，逆向投资显然有利于投资人，但实际投资过程中采用此策略并非易事。一方面，股市下跌时人们可能会根据当时的相关信息做出股市进一步下跌的主观判断，尽管这种依据当前信息对未来价格变化的主观判断常常出错，但许多人仍然不肯放弃主观判断价格走势；另一方面，股市下跌时人们更易产生悲观情绪，这种悲观情绪不是简单地判断市场进一步下跌的暂时情绪低迷，而是在市场下跌比较惨重时，认为市场将崩溃的全面否定的情绪极端，采取逆向投资策略要有能够排除这种情绪干扰的能力。以选择低价股逆向投资而闻名的投资人约翰・邓普顿认为，这需要投资人有勇气及决断能力。

逆向投资确实需要投资人的勇气，但这种勇气不是来自于单纯的主观态度，而是其背后有低估值投资组合本身是安全的客观判断。投资组合能够拟合全部上市公司，净资产随时间逐步增长，奠定了投资安全的坚实基础，而低估值构建投资组合，意味着购买组合企业净资产所花费的股票价格成本对净资产溢价水平有限，股价及估值的进一步下降并不会影响投资价值的安全性。至于股价下跌所造成的暂时损失会随着时间的变化自然而然消除，并且与股价及估值下降所作的逆向投资，会使投资组合的投资成本不断下降，因此将带来的未来较高收益应该给投资人更多的鼓舞而不是杞人忧天的担忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



辅助投资策略是上述两项核心策略之外的投资策略，可以作为核心策略的补充性投资策略。例如，变危机为投资机会的策略是一种辅助投资策略，即在整体经济危机、股价巨幅下跌或个股受个别因素干扰而导致上市公司估值下跌至较低水平时，可迅速构建投资组合或加大投资组合资金配置的比例，这种投资策略是辅助投资策略之一。

# 第一节 核心投资策略

## 一、绝对胜算投资策略

按照分层抽样构建投资组合的要求，全部投资资金均衡配置于 30 个以上的行业，每个行业所配置资金占比一般不超过 3%。某个行业企业估值到达平均估值水平以下即可配置，那么该行业同时有多家企业达到合理估值水平，具体配置于哪一家企业呢？一般均衡配置于一个行业 3%的资金是一次性配置还是多次配置呢？绝对胜算投资策略所要解决的就是此类问题。

### 1. 绝对胜算投资策略的定义

绝对胜算投资策略是指将资金实际配置于企业时按照投资绝对胜算概率值确定投资比例，投资绝对胜算概率等于投资胜算概率减去投资失算概率。绝对胜算投资策略量化为下列公式：

$$X=2P-1$$

式中，$X$ 为实际购买某家企业股票的资金占计划配置于该企业资金总额的比重；$P$ 为对应不同估值水平投资该企业胜算的概率值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



### 2. 绝对胜算投资策略的逻辑

绝对胜算投资策略是强化投资安全的投资策略，提出了更加严格的资金配置约束条件。上述公式表明，虽然实际配置于企业的资金比例仍按投资胜算概率值确定，但却小于投资胜算概率值，是扣除失算概率的胜算概率值，即按绝对胜算概率进行实际配置。

投资胜算概率值 $P$ 是所投资企业股票的间接估值指标，可以通过其他估值指标如市净率和市盈率等单项指标换算，也可根据股票估值算法中的多项因素估值算法计算。$P$ 值与市净率或市盈率的换算关系是，$P$ 值与市净率或市盈率成反比，市净率或市盈率越高，投资胜算概率越低；反过来，市净率或市盈率越低，投资胜算概率越高。

### 3. 绝对胜算投资策略的应用

绝对胜算投资策略的应用通过量化公式的使用加以实施，在科学确定公式相关参数指标具体数量标准的基础上实际应用，具体可分为两个步骤。

第一步，根据其他估值指标确定投资胜算概率值及相应配置的比例标准。

表 4—1 和表 4—2 是以市净率和市盈率估值指标确定的胜算概率值以及投资策略，投资人使用其他估值指标时可参照此表操作。

**表 4—1　中小企业不同市净率和市盈率估值指标所对应的胜算概率值及配置比例**

| 估值及胜算概率值 / 投资策略 $X$（%） | PB | PE | $P$（%） |
|---|---|---|---|
| 不投资 | >2.5 | >25 | ≤50 |
| 30 | 2.5 | 25 | 65 |
| 60 | 2 | 20 | 80 |
| 90 | 1.5 | 15 | 95 |
| 100 | <1.5 | <15 | 100 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 4—2 大企业不同市净率和市盈率估值指标所对应的胜算概率值及配置比例

| 投资策略 X（%）＼估值及胜算概率值 | PB | PE | P（%） |
|---|---|---|---|
| 不投资 | >2 | >20 | ≤50 |
| 30 | 2 | 20 | 65 |
| 60 | 1.5 | 15 | 80 |
| 90 | 1 | 10 | 95 |
| 100 | <1.5 | <10 | 100 |

由表 4—1 给出的结果，中小企业市净率分别为 2.5 倍、2 倍和 1.5 倍时，或者市盈率分别为 25 倍、20 倍和 15 倍时，投资胜算概率分别为 65%，80%和 95%，投资绝对胜算概率分别为 30%，60%和 90%，相应地实际配置于企业的资金占计划投资该企业资金的比重分别为 30%，60%和 90%。市净率大于 2.5 倍或市盈率大于 25 倍时，胜算概率小于等于 50%，暂不选择配置；市净率低于 1.5 倍或市盈率低于 15 倍时，胜算概率及绝对胜算概率为 100%，配置于企业资金的实际比例可达 100%。

由表 4—2 给出的结果，大企业的市净率分别为 2 倍、1.5 倍和 1 倍时，或者市盈率分别为 20 倍、15 倍和 10 倍时，投资胜算概率分别为 65%，80%和 95%，投资绝对胜算概率分别为 30%，60%和 90%，相应地实际配置于某企业的资金占计划投资于该企业资金的比重分别为 30%，60%和 90%。市净率大于 2 倍或市盈率大于 20 倍时，胜算概率小于等于 50%，暂不选择配置；市净率小于 1 倍或市盈率小于 10 倍时，胜算概率及绝对胜算概率为 100%，配置于企业资金的实际比例可达 100%。

第二步，根据上述标准在不同估值水平购买不同企业相应比例的股票构建投资组合。

绝对胜算投资策略可解决下述问题：一是购买个别企业资金数额以及比例怎样确定；二是分配于不同行业的资金在行业内如何分配到不同企业；三是实际投资于投资组合的资金占投资余额的比例大约是多少。

按照分层抽样选择样本企业构建投资组合的方法，即资金均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



衡配置于30个以上行业的企业，每个行业所用资金占投资资金余额不超过3%。假设现有投资余额为90万元，每个行业所配置的资金接近3万元。如果每个行业只选择一家企业，那么每家企业所配置的资金接近3万元。这种情况下，按照第一步所确定的绝对胜算概率可以将资金进行相应配置构建投资组合。如果某行业所选企业是中小企业，将分别在市净率2.5倍时配置30%，大约1万元；市净率下降到2倍时配置60%，大约2万元；市净率下降到1.5倍及以下时，配置90%甚至100%。此时计划配置的大约3万元资金全部配置完毕。如果某行业所选企业是大企业，则按照第一步所确定的投资大企业绝对胜算标准进行相应配置。

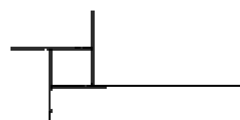
按照分层抽样选择企业构建投资组合，每个行业可以选择多家企业，如果实际配置时不同行业选择了多家企业，那么绝对投资胜算策略如何应用呢？这时，只要同时遵循每个行业资金均衡配置规则即可，也就是以行业资金均衡配置的绝对额与绝对胜算概率所确定的投资比例结合即可。

以上述例子中的数据，投资余额为90万元，均衡配置在一个行业的资金接近3万元，当某一行业有多家中小企业的估值达到2.5倍市净率的水平时，可以同时配置这些企业。当这种估值水平的绝对胜算概率值为30%，配置多家企业所使用的资金占比在30%比例所确定的范围内，大约1万元；当该行业有中小企业估值达到市净率2倍时，不管是一家还是多家，实际配置的资金占比达到60%，大约2万元；当该行业有中小企业估值达到1.5倍及以下时，不管是一家还是多家，实际配置资金占比达到90%甚至100%。某个行业内购买多家大企业时，可参照上述做法按照第一步中给出的相关标准进行操作。

在分层抽样法选择投资组合样本企业的前提下，按照绝对胜算投资策略进行组合，实际配置比例是由估值水平决定的。只有较低的估值才有较高比例的配置，这样所购建的投资组合即使不进行交易调整，投资成本也低于市场平均成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





由于很难出现所有行业企业估值同时降到可高比例配置资金的低水平，总有一些计划均衡配置于某些行业的资金闲置，投资组合所用资金不能同时用完全部投资资金，因此投资的整体表现是投资组合占用一部分资金，现金占用一部分资金。估值越低，投资组合占用资金的比例越高；反之则相反。不必担心因此降低总体投资收益，由于在较高估值时保留了现金，不但在估值下跌过程中避免了投资损失，而且在低估值时具备低成本投资能力，总体上能够提高而不是降低投资收益，这种策略也为交易提供了良好条件。

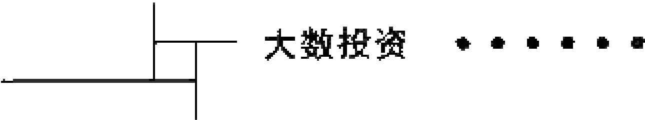
按照简单随机抽样和等距抽样选择样本构建投资组合时，资金均衡配置的对象是企业，实际进行配置时一般不以个别企业股票估值为基准，而是以市场整体为基准，即在市场估值合理以及较低时，按照抽样方法的固有规则选择企业构建投资组合，此时并不需要使用绝对胜算投资策略。但如果投资人采用了其他优选企业构建投资组合的方法，不妨借鉴绝对胜算投资策略。

还需强调指出，在绝对胜算投资策略中，所给出的中小企业的估值数值高于大企业的估值数值，并不是出于中小企业股票更容易被市场推高，也不是由于中小企业盈利能力高于大企业，其根本原因是中小上市公司再融资所产生的外生价值远高于大型上市公司。从企业财务原理上解释，不以个别企业的比较为基准而以整体表现为基准，大企业与中小企业的净资产收益水平大体相当，但由于中小上市公司有较高的外生价值，它与内生价值复合而成的净资产增长水平较高，配置中小企业时给出比大企业较高的估值标准并不会影响最终的投资收益结果。

## 二、逆向投资策略

逆向投资策略是基于一定估值水平与股票价格涨跌反向操作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




的投资策略。

投资上市公司，本质上是投资实体经济，上市公司体现为实体经济的实质是其具有长期不断增长的净资产，与其关联的股票价格也因此长期上涨。但股票价格除了其价值之外，还受其他各种因素的影响，特别是股市的短期价格波动，甚至完全与企业价值无关，正因为如此，价格波动为通过逆向投资降低投资成本创造了条件，也为优化投资收益奠定了坚实基础。

绝对胜算投资策略的基本逻辑是，估值越低投资胜算概率及绝对胜算概率越高，个别企业以及整个投资组合配置的比例也越高，这点与逆向投资的逻辑是相同的。也可以说，绝对胜算投资也是逆向投资策略的具体体现。这里将逆向投资作为单独投资策略讨论，一是从内容上补充绝对胜算投资策略中没有涉及的如何减少配置操作的策略；二是从思考方法上讨论，价格变动形成逆向投资机会时哪些因素干扰这一策略的实施，并提出如何排除干扰的参考意见。

### 1. 逆向投资策略的定义

逆向投资是在合理估值基础上所采取的与价格涨跌方向相反买卖股票的投资策略，价格上涨卖出股票，价格下跌买进股票。估值是确定逆向操作方向以及增减数量的基准，一般以合理估值水平作为逆向操作的分界点。在合理估值水平基础上，价格上涨时减少配置，价格下跌时增加配置。无疑，对个别企业进行逆向配置应依据估值标准和企业估值的实际结果进行，但也应适当参考整个市场的估值水平。整个市场严重高估时，即使有低估值的个别企业，也要尽量避免再增加配置。

### 2. 逆向投资策略的基本逻辑

逆向投资策略的基本逻辑是，通过下跌过程中增加个别企业股票的买进数量和上涨时个别企业股票的部分卖出，能够降低个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





别企业的投资成本，而通过降低个别企业的投资成本降低整个投资组合的投资成本，最终提升长期投资收益。

前文已提到，以投资的理念投资上市公司，购买股票只是投资的形式而已，本质是购买了以盈利显示的其实在意义的净资产。投资上市企业与直接投资企业所不同的是，以购买股票购买上市公司，是以高于净资产的“溢价成本”股票价格作为投资成本的，溢价程度可以用市净率等估值指标衡量。越是以低市净率下的价格购买股票，投资成本越低，尽管事后可以从股市波动的实际情况计算出最低的估值结果，但对需要事先作出的投资决策，后知后觉的最低估值是没有参考意义的，所以一般选择长期的平均估值作为购买股票、配置企业的基点，但平均估值仍然意味着投资上市公司的价格成本是溢价的。逆向投资为降低溢价水平提供了有效的方法，逆向操作可以达到“平价”或者更低成本投资上市公司的目的。

逆向投资策略包含了绝对胜算投资策略的逻辑，但比绝对胜算投资策略所涉及的内涵广泛，包含了股价上涨时通过部分卖出逆向操作降低投资成本的思维。在合理估值前提下配置企业以后，如果市场价格持续下跌，估值持续降低，投资人本着估值越低越买的原则可以不断加大配置比例。相反，在估值合理的前提下配置企业以后，如果市场价格持续上升到高估的水平时，则可减少配置比例。减少配置比例的做法并非简单地将高估的企业股票完全卖出，而是结合降低投资成本的考虑将高估企业的股票卖出一部分，使持有那部分股票的投资成本降低。

### 3. 逆向投资的最佳机会

如果以估值作为衡量基准，不难判断什么时候有逆向投资机会。合理估值水平是逆向操作的分界点，在分界点之下随价格逐步下跌不断买进，在分界点之上随价格上涨时部分卖出是逆向操作的基本策略。除了以估值直接衡量的机会之外，其他可观察的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重大事件或事实也能作为判断逆向投资机会的参考。

第一，恐慌和危机是逆向投资的好机会。2008 年，以美国次贷危机为起点，发生了全球性的金融以及经济危机，中国金融以及经济也受到波及和影响，股市更是从 2007 年的历史高点急速跌落至一个低点，沪市综指由 2007 年 10 月 16 日的 6 124.04 点跌到 2008 年 10 月 28 日的 1 664.93 点，跌幅超过 70%。而不过短短 10 个月后。2009 年 8 月 4 日，股指再次上涨到 3 478.01 点，比 2008 年的最低点上涨了一倍多，仅从股指涨跌幅度似乎无法理解涨跌变化的原因，但结合股指变化时的估值水平，容易理解其道理，而且能够理解为什么恰恰是危机带来逆向投资好机会。

2007 年股指最高时，沪深两市市净率接近 8 倍的水平，而 2008 年当年股指最低时沪深市净率降到 1.8 倍左右，2009 年股指较高时市净率又超过 4 倍。经过两年的波动，到 2011 年 9 月底，沪深股市市净率再次下跌到 1.8 倍的水平，这次股指的再次下跌并非受上市公司盈利水平降低的影响，而是受愈演愈烈的欧债危机以及持续的美债危机等外部因素的影响。2010 年沪深上市公司平均净资产收益率为 14.5%，超过历史平均水平。2011 年上市公司继续保持良好的盈利水平，按照已经公布的三季度的数据，2011 年上市公司年化收益水平与 2010 年相当，未来人们在进行历史回顾时将发现，这次全球金融及经济危机再一次带来了逆向投资配置的好机会。

第二，市场估值的结构性变化带来逆向投资的好机会。市场估值的结构性变化是指中小企业估值降到较低水平，带来加大投资配置的逆向投资机会。以构建投资组合投资上市公司，基于上市中小企业能够为长期投资者带来较高的外生价值，强调在投资组合中配置较高比例的中小企业。

2005 年 6 月以及 2008 年 10 月沪深市场整体估值分别下降到较低水平，市净率都降到了 1.8 倍以下，同时都有一批中小企业估值水平也降到 1 倍多的较低水平。事后证明，当时投资这些低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



估值的中小企业，投资回报远高于市场平均水平。所以逆向投资要注意抓住市场估值变动时中小企业估值水平较低时的机会。2011 年 9 月，沪深市场估值平均水平已达到历史较低水平，但中小企业估值下降较慢，市净率 2 倍及以下的企业较少，一旦出现较多估值较低的中小企业，就应毫不犹豫地加大投资组合配置的比例。

第三，股票长期低估可以成为构建投资组合的好机会。直观观察，长期低估值股票是估值水平较低而且股价在最近一个较长时期内处于相对低位的股票，把它称为“真正低估”的股票，选择这些企业构建投资组合是逆向投资的最佳操作。

约翰·邓普顿认为，普通投资者和伟大投资者之间的区别，不在于他是否是个天才的选股高手，而在于他是否买下其他人不要的股票。在 70 多年取得世人公认成绩的投资生涯中，邓普顿以购买低价股投资而著称，并有如此感慨。

人们会根据种种已经发生的现象，或基于预测判断某些企业不够良好，例如没有成长性等等，使得这些企业股票价格低迷，而股票价格低迷又强化人们确认自己判断的正确性，使得一些企业股票估值以及价格长期低迷，而统计结果证明，恰恰是这些股票的投资组合能够带来更高的投资收益。

## 第二节 辅助投资策略

辅助投资策略是投资方案的补充，或者有一定相关性的方案。有些内容仅仅是出于拓展构建投资组合选择企业的思路而提出来的，所以辅助投资策略与其说是更广的投资策略，不如说是理解核心投资策略的参考内容。

本书在如何选择企业构建投资组合部分，明确主张以概率抽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样的客观方法而不是投资人个别的主观判断选择企业，但是并未完全否定通过主观判断优选企业的做法。不但如此，还给出了优选企业的参考方法，辅助投资策略与优选企业构建投资组合的关联性往往更为紧密。

## 一、投资指数基金策略

投资指数基金策略就是用投资指数基金替代构建投资组合的策略。投资指数基金法，被伯顿·麦基尔称为“傻瓜投资法策略”，意思是说该方法简单而又有效。将投资指数基金作为替代构建投资组合的投资策略，需要对传统投资指数基金的方法做一点修正，即引入估值指标作为投资指数基金的约束条件，在市场估值水平合理或更低时投资指数基金。投资指数基金需要注意以下事项。

首先，选好可供作为投资对象的指数基金。选择指数基金可以采取两种方法：一种方法是先优选指数，再比较投资该指数的基金并进行优选的方法；另一种方法是直接将不同的指数基金业绩进行比较并从中优选出指数基金的方法。随着指数基金品种和数量的增加，投资人也可以到有关基金网站查询基金排名，直接选择指数基金。基于中国指数基金的历史较短和指数基金品种较少的实际，目前投资指数基金可以采用第一种方法，具体操作如下。

第一，选择表现优良的指数。股票市场指数的类型很多，相应地，可供选择指数的类型也很多。仅上海证券交易所发布的指数就有样本股指数（例如上证 180 指数和上证 50 指数），综合指数（例如上证综指和上证新综指），分类指数（例如工业指数、商业指数、地产指数），其他指数（例如沪深 300 指数、中证 100 指数）。深圳证券交易所也发布多种指数，各证券公司和一些新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



闻机构也发布不同的指数，投资人对此要有一个基本的了解。只要上网登录相关网站（如上交所、深交所、中国证监会的网站），就会发现，相关机构均有关于指数内容的信息发布，优选指数可以从这些相关的信息中寻找。

优选指数的标志是，该指数的长期上涨幅度高于其他指数的平均上涨幅度，而且波动幅度较小，构成指数的股票市值比例较高，指数基金容易将其作为投资标的。为了简便起见，可以选定综合指数作为比较哪些指数为优选指数的标准。

第二，优选指数基金。甄选出合适的指数以后，再评价投资该指数的指数基金的表现。如果跟踪同一指数股票投资的基金不止一家，就容易进行比较究竟哪只指数基金表现良好。指数基金表现良好的衡量标准是基金净值的变化趋势与指数变化的拟合程度，拟合度越高的指数基金表现越好。如果投资人选出的优良指数有多个，那么，可以通过比较投资于不同指数的基金的表现，来选择表现良好的指数基金。需要指出的是，在比较基金跟踪指数的投资表现后，还要查看基金的收费高低，基金收费包括认购费、管理费以及赎回费等，在基金的表现基本相当时，收费低的基金就是好基金。

其次，以指数基金的组合方式投资指数基金。也就是说，不只投资一家指数基金，而是要购买几家指数基金进行组合投资。

股票指数的特性是，指数所选的样本股越多，指数的长期表现就越接近于股市的整体表现。表现良好的指数往往是样本股少的指数，或分类指数，但这些指数长期是否一定优越，还存在一定的不确定性，因此，投资于跟踪这类指数表现良好的基金长期是否一定优越，也同样具有不确定性。但是，同时投资几个指数基金的组合，就可以平衡和弥补个别指数基金由好转差的损失。

再次，留意新的指数及相关指数基金的表现。标准普尔 500 指数包含了美国最大公司中的 500 家，市值大约为美国所有股票市值的 70%，该指数自 1926 年创立以来表现良好。1975 年，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约翰·鲍格尔创立的投资该指数的基金，以及后来投资该指数的富达基金均表现良好。标准普尔500指数是从全美7 000多家股票中优选出来的，受它的启发，从标准普尔500指数股票中再优选股票创立的新指数和新指数基金也出现了。正如杰里米·西格尔统计结果所表明的，以低估值为基准所做的优选组合有更好的表现。金融行业的特点是创新异常活跃，新的指数产品的创设也一样，任何市场性的金融产品都可以设计成相应的指数，这就意味着，发现新的可以投资的指数以及指数基金，可以拓展投资品种，增加投资范围。对此，投资人不必担心产品种类繁多可能带来的评价复杂的问题，因为评价的原则是基本的，而且所需信息尽可以在相关基金的网站获得。

最后，坚持在市场估值水平较低时投资。在整个股市价格较低时购买指数基金，是投资人应牢记的原则。购买好企业的股票要等到其价值被低估，即价格相对较低时购买，买指数基金也要像投资股票一样，要低估值买入，唯此，才能实现长期有良好收益的投资目标。

## 二、跟踪指数股票投资策略

跟踪指数股票投资策略是指，在指数股票中选择样本企业构建投资组合的方法。其基本做法如下：

首先，确定适合投资参照的指数。要找到合适的指数，可类比投资指数基金的方法，通过比较指数的表现而直接选择指数，也可以通过比较指数化基金的表现选择合适的指数作为选择投资股票的标的指数。需要注意的是，选择指数时，应重视指数设立时间长短这个标准，那些设立时间比较长又有良好表现的指数是可以优选的指数。如果投资人能够多投入一些时间和精力做研究，则可以根据指数设立的原因进行判断，例如，某一种指数是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

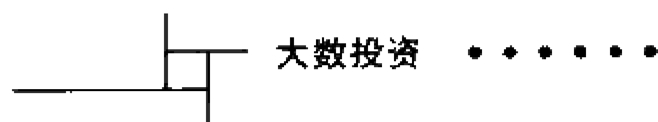


根据另外一家长期表现良好的指数优化选择的，并有良好的市场表现，选择指数时不妨将其作为投资参考对象。

其次，在构成指数股票中选择企业样本时采用合适的评价指标。虽然参考某一类指数的市场表现再从中选择企业构建投资组合的做法，要么是出于简便的需要，要么是出于优化投资组合的考虑，但是，像企业盈利水平等反映企业优劣的常规指标，以及市净率或市盈率等估值指标仍然是选择样本企业的参考基准。杰里米·西格尔在评价标准普尔 500 指数股票的结构性表现时，主要使用市盈率、股息率（派现比率）和资本支出比率等指标进行统计检验，根据这些指标能够从指数股票中选出优化的投资组合。

股息率是股东投资获得利润分配水平的指标，也是检验企业管理能力的指标，因为只有那些管理良好、盈利能力较强又拥有真金白银的企业才有分配能力，因此，以此为依据可以在指数构成股票中选出优化的股票。至于市净率、市盈率指标的有效性，本书已经反复论述，这里不再赘述。美国投资基金经理乔尔·格林布拉特提出了一个“神奇公式”的指标，即将投资回报率（买入股票一年后的回报水平）排名和投资收益率（每股盈利/每股购买价格）排名的算术平均值作为选股的评价基准，并以实证研究结果得出该评价标准在大部分情况下有效的结论。乔尔·格林布拉特选择了在美国股市上市交易的 3 500 家最大公司的名单，然后分别按照投资回报率和投资收益率将公司表现排名，例如，甲公司投资回报率排名为 100 位，投资收益率排名在 30 位，用神奇公式计算，甲公司新的排名为（100＋30）/2＝65 位。他的实证结果表明，在神奇公式排名中越是靠前的公司投资组合的收益越高。不言而喻，如果某一公司的两项指标都表现优异，这样的企业无疑是优秀的。但有时往往是此长彼短，这时，就要以两项指标的算术平均值重新评价企业。这种方法尽管看起来简单，但却实用有效。投资人使用这些指标时可根据自己所能投入的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




和精力做出繁简不同的选择。

最后，注意跟踪相关指数对指数股票的调整更换。跟踪相关指数选择股票与跟踪指数基金投资有所不同的是，投资指数基金的投资人可以不再对指数中的股票做任何调整，因为指数中的股票被更新时，由指数基金对投资股票进行更新，投资人只要盯住指数基金的整体表现即可；而投资指数股票时，投资人则需要对指数股票的更新情况进行跟踪，不同指数的股票，通常由发布者事先约定定期更新的时间，例如，每半年更新一次。投资人选择某一指数后必须了解股票更新时间的规定，并及时跟踪相关信息的发布情况，根据指数构成股票的更换情况相应进行调整。

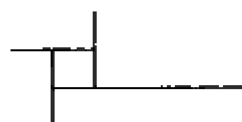
## 三、熟悉领域挖掘“钻石宝藏”策略

熟悉领域挖掘“钻石宝藏”策略，是指投资人根据自己的能力圈优势选择企业构建投资组合的投资策略。不同人能力优势体现在不同的方面，有些人可能对某些行业更为熟知，有些人可能对某地区的企业更为了解，也有的人可能更善于通过统计分析判断如何做投资组合更为有利。能力优势往往由投资人自我判断，即靠“自知之明”判断，并据此选择相关的投资策略。

“钻石宝藏”是拉塞尔·康威尔教授一篇经典演讲的题目，演讲的时间大约是在 19 世纪的 70—80 年代。康威尔教授讲了一个古波斯人阿尔·哈法德寻宝的故事。富有的哈法德一天晚上梦见自己找到了一座巨大的钻石矿，不久他便开始在各地寻找这个宝库。寻宝使他花去了几乎所有的财富，极度失望后，他在赫拉克勒斯之柱投海，被巨浪淹没。后来，就在哈法德的波斯领地上，其继承人带骆驼去花园小溪饮水时，在小溪中发现了闪闪发光的东西，那个看起来是黑色石头的东西，能折射出五彩的光芒。于是，继承人在哈法德的花园里发现了 GOLCONDA 钻石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





矿，该矿出产了世界上为数不多的大钻石，其中的 KOHINOOR 钻石，被镶在英国的王冠上。

故事的含义简明而深刻：在自己的花园里挖掘，而不必奔走他乡寻找，你将可能发现钻石宝藏。先锋集团的总裁鲍格尔在《共同基金投资常识》一书的“全球化投资”一章中引用了这个故事，意在强调，当你发现本国企业在以往的表现中的确给投资人带来了良好回报时，你的投资重点就应该在国内。进一步讲，即使海外投资不会“客死他乡”，即使本国经济不是新的 GOLCONDA 钻石矿，你仍然要将资金的大部分配置在国内。投资人选择自己熟悉的企业做投资，能够获得丰厚的投资回报，投资的“家乡情结”，能使投资人对所熟悉企业的评价和估值更为准确。

投资人可能对某些地域或行业的企业比较熟悉，或者对提供特定产品或服务的企业比较熟悉，并且熟悉程度因人而异。尽管如此，投资人仍要小心，所谓熟悉是客观评价基础上对企业资产和业绩等相关情况的了解程度，有时对产品、服务或者企业的喜欢程度不同造成对企业了解程度的不同。需要强调的是，不能用个人对产品、服务以及企业的喜好与否代替对企业的客观判断，感情用事在对企业好坏的判断中非但不起好的作用，反而会导致投资人误判。

## 四、无风险套利策略

狭义的无风险套利策略是指将暂时没有配置于投资组合的现金进行无风险操作的策略，广义的无风险套利策略是及时兑现投资组合中额外收益的策略。无风险套利投资策略是辅助投资策略的典型。某种商品具备套利的条件是，该证券的买价和卖价之间有确定的价差。价差确定要么是基于相关法律法规支持的买卖双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



方交易约定，要么是基于统计验证的交易结果。例如，在沪深股市，长期以来 IPO 公司股票的上市价格高于其发行价格，尽管有些企业上市后跌破发行价，但 IPO 企业总体的上市价格高于其发行价。所以参与 IPO 企业的新股发行并在其上市时卖出不失为一种套利投资。

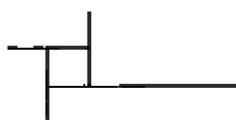
狭义套利经常的操作是短期地投资市场上有一定收益的产品，如上面提及的参与上市公司发行新股的申购、投资货币基金、参与国债回购交易等等。广义套利最重要的操作是将投资组合中企业非经营因素产生的额外收益及时兑现。例如，一家企业被另一家更优秀的企业并购，其股价会大幅度上升；再如，投资组合中的一家上市公司投资了另一家上市公司，后一家公司股价大幅度上升可能会带动前一家公司股价的上升，由此产生较高的利得收益，但这种无实际经营业绩支持的单纯股价上涨带来的收益往往难以持续，应及时兑现才能确保收益。

强调重视市场套利机制的作用，要求投资人对金融市场随时可能出现的套利机会的特性有充分的认识，并始终对可能出现的套利机会高度关注。尤其是要对广义套利的特性给予深刻认识。狭义套利容易操作，货币市场基金、国债回购都可随时购买。与此相比较，广义套利较难，它不是通过及早发现套利产品进行相关操作实现的，套利机会是在持有投资组合中自然产生的，而为了获得套利收益，还需投资人对自我进行很好的控制而不要犯试图猜测市场的错误。有套利投资策略意识，才能预先做好准备比较从容地应对套利机会。当投资组合中某家企业的股票因为并购等非经营原因而导致股价快速上涨时，甚至完全是不明原因的股价上涨时，投资人不必过早急急忙忙将股票卖出，而要遵循“天降大福需大气度受之”的规律，等待可能充分获得股价大幅度上涨的收益时，再做定夺。

证券市场套利机会常常出现，也会较快消失，对套利投资的这一特性应有充分的认识，这样才能及时抓住套利机会。2006 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





沪深市场股权分置改革中，一些上市公司推出了向流通股股东派送权证以换取非流通股股票流通的改革方案，所派送的权证包括认购权证和认沽权证。而有的上市公司派送认沽权证的市场交易价格加上股票价格之和曾一度低于股票未来的行权价格（投资人有权卖出股票的价格）。例如，上海机场 2006 年 3 月股份流通改革时向流通股股东派送认沽权证，认沽权证的行权价格（持有上海机场认沽权证的投资人 2007 年 3 月 6 日行权日有权卖出上海机场股票时的价格）为 13.6 元/股，上海机场认沽权证的交易价格和上海机场股票的交易价格之和在一段时间内一直小于行权价格，上海机场股票价格大约为 11.40 元/股，认沽权证价格为 1.70 元/份，那么投资人只要分别以上述价格同时买进上海机场股票和上海机场认沽权证，所花费的投资成本为 13.10 元/份组合，而 2007 年 3 月 7 日至少能以 13.6 元/股卖出上海机场股票，除去交易税费成本，至少有大约 0.4 元/股的套利收益。当上海机场股票和上海机场认沽权证市价之和高于行权价格时，投资人可以以较高市价卖出，获得更高的套利收益。

## 五、变危机为机会策略

这里所说的危机通常是指导致股市或个别企业股价大幅下跌的事件或因素，是股票投资中所谓的改变股市涨跌方向的“催化剂”的一种形式。如果处理得当，危机常常可以转化为投资机会。

导致股票价格下跌的危机通常体现在三个层面。

第一个层面，全球或国家整体经济或金融方面的危机。比如，1997 年的亚洲金融危机，不仅对亚洲各国经济运行造成困难，也使得大部分亚洲国家股票市场的诸多企业的股价大幅度下跌，中国沪深股票市场也一度出现恐慌气氛，这是一次以较低价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格购买好企业股票的机会。2008 年，全球大多数国家股票市场受美国次级贷款危机的影响，出现了较大幅度的下跌，沪深股市同样出现了巨幅下跌，沪市综合股票指数由 2007 年 10 月的历史新高 6 124.04 点下跌至 2008 年 10 月的 1 664.93 点，而此时沪深股市估值下降到市净率 1.8 倍以下的水平，事后证明这是一次极好的低估值配置投资组合的机会。到了 2011 年 9 月，沪深市场由于受欧债危机、美债危机等外围因素的影响，估值又下降到接近历史低点的水平，沪深市场市净率为 1.8 倍左右，再一次形成有利于配置投资组合的好机会。

第二个层面，股市本身的突然暴跌或持续下跌造成股价整体大幅度下降。尽管每一次股市的连续上涨，都会激发人们对股指“一骑绝尘”的想象力，但最终还是常常会因估值过高而引发暴跌或连续下跌，而且矫枉过正、股指下跌到低估水平的事情也不少见。回顾中国股市 20 年的发展历史会发现，它与国外市场毫无二致的表现是，股市是在涨涨跌跌的波动中发展的，对投资而言，更大的机会是在下跌过程而非上涨过程。

第三个层面体现在企业自身。个别好企业可能因为偶然原因经营出现暂时困难，利润下降导致其股票价格大幅度下跌，或者企业经营和资产并没有出现什么问题，但市场对企业某些行为不予认同，也可能导致股价较大幅度下跌，此时，通常也是买入其股票的良机。例如，股市整体估值较高、交易活跃时，上市企业融资也比较容易，而且，融资和股价还会形成相互驱动的效应；相反，股市整体价值低估、交易清淡时，如果企业提出融资计划，往往会导致股价进一步下跌，一些好企业的估值会因此进一步降低，这会给投资人带来投资机会。

变危机为投资机会、大胆投资的策略，也可视为逆向投资策略的具体形式。危机带来了股票低估的机会，在估值较低的水平下构建投资组合，意味着投资成本相对较低，因而长期投资收益也必然会有所提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第五章

# 投资交易法则

第一节　交易法则 1：降低投资成本法则

第二节　交易法则 2：永续投资法则

第三节　交易法则 3：2/3 上限法则

第四节　交易法则 4：长期持有法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易通常表现为短期的和经常性的买卖行为，股票交易一般指股票的短期买卖。股票交易动机往往来自于投资人的心理需要而非出自提高投资收益的需要。从根本上讲，投资人只要在合理估值价格下构建了拟合全部上市公司的投资组合，并长期持有这个投资组合就能自然而然获得稳定合理的投资收益。如果投资人不急于兑现这些收益，则可以不断持有其投资组合；如果投资人需要部分收益他用，则在股市波动中将估值较高的股票卖出一部分，或者将组合中的企业股票等比例卖出一部分即可。对于投资而言，本质上不需要复杂的交易设计。

从现实中考察，投资中交易往往难以避免，从人们的心理特性理解，即使是投资者也可能有交易冲动。对于投资人而言，交易存在不确定风险，如果投资人没有严格的自我约束，可能会不自觉地进行价格预测并据此进行交易，从而偏离投资并严重影响投资的坚持以及损害投资收益。

组合投资、合理估值下构建投资组合和长期持有，构建了大数投资的核心内容，也确立了大数投资的基本准则，同时也为制定投资策略和交易法则提供了可能。而投资策略中的绝对胜算策略以及逆向投资策略，又为制定交易法则提供了相关基准。

本章所讨论的交易内容，重在提供一种机制，既能满足投资人因交易冲动而产生的交易需求，又能确保投资人在遵循投资原则基础上进行交易。这种机制可以提供一种保证，它既能满足人们需要交易的需求，又使投资人不违背投资本源。具体而言可以从两个方面理解。第一，从较低标准要求，投资人所作的交易不会从根本上动摇投资根本，即形式上所表现的短期性的买卖行为，仍然是在组合投资、低估值投资和长期投资的框架下进行。第二，从较高标准要求，通过交易可能进一步降低投资人的投资成本，达到优化投资收益的目的。

本章用交易法则给出交易方法的相关内容，主要用意在于，强调交易设计重在提出交易的框架原则，而不是提出一套固定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易方法。投资人应用交易法则时，可以根据自己的投资习惯和实践经验对此进行适当的调整。例如，本书主张实际配置于投资组合的资金占全部投资余额的比例一般不超过 2/3，并称之为 2/3 上限法则。具体应用这一法则时，投资人可以根据自己的风险偏好，将购买股票投入资金的最高比例限定为 3/4 或者 3/5 等。风险偏好高的投资人可选择较高界限的比例，风险偏好低的投资人可选择较低界限的比例。

本章所制定的交易法则依据如下原则设计。

首先，严格贯彻大数投资的投资理念和估值标准。判断一只股票是否值得买进，要看这只股票所代表的企业是不是有价值。判断一家有价值的企业是否值得买进，还要看这家企业股票价格是否处于合理估值水平之下。投资人要耐心等待，直到有价值的企业股票价格达到低估值时才买进。投资组合中的每一只股票的买进，都须坚持这样的原则。不要试图预测股票价格，更不要试图按预测价格买进股票。同样地，判断一只股票是否必须卖出，应在价格严重高估其价值，或者这家企业所在的行业所配置的资金比例较高时才卖出。交易中最忌凭猜测价格买进卖出，频繁买卖可能屡屡错失有投资价值的企业，或者会因高额的交易税费成本而降低投资收益。

其次，遵守投资策略要求。前述投资策略中所提出的绝对胜算投资策略和逆向投资策略，以及投资必须采用安全交易模式的要求，界定了交易的具体框架。绝对胜算给出的交易准则是，估值越低时买入的交易越多；逆向投资策略给出的准则是，整个市场低估、个别企业更低估时，加快买进速度，而市场高估、企业更高估时，逆势卖出股票。

再次，力求缓解投资人的心理压力。良好的交易方法，不仅应保证投资人最终能够获得较好的投资回报，还应提供能减低投资人在投资交易过程中所承受的心理冲突。股市下跌时，运用该方法的投资人所受的损失低于市场平均水平；股市上涨时，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



组合应有更高的投资收益表现，而且不管股市涨跌投资人能够自如操作。以低估值买进股票、投资留有余地的交易方法能满足上述要求。在一定时期内，股市持续下跌，低估值股票下跌的幅度会小于股市整体水平，降低成本交易法则以及 2/3 上限法则都考虑了缓解投资人心理压力的要求。

在实际投资过程中，投资人还可能会面临道理上认同投资理念，而心态上却受投机本能诱惑的矛盾。2/3 上限法则具备缓解这种矛盾冲突的功能。当配置于投资组合的股票市值占现有投资余额的比例达到 2/3 时，视为投资达到边界值。之后如果股市继续下跌，可以按照投资组合股票市值占比 2/3 的上限原则继续买进；股票连续下跌，就按照该原则连续买进股票。股市止跌上涨时，可以同样按股票市值占比 2/3、现金占比 1/3 的比例，将上涨幅度较大的股票卖出一部分。这样，投资人在股市波动中既可以体验交易的乐趣，又不致因频繁交易而失去投资的根本及损害投资收益。

例如，投资人现有投资余额为 900 万元，这 900 万元可能由初始的 800 万元投资盈利所致，也可能由最初的 1 000 万元投资亏损所致。如果此时投资组合恰好配置完毕，其中所持股票市值大约为 600 万元、现金大约为 300 万元，投资组合配置资金比例达到 2/3 的上限值。如果股市下跌，假如市场整体下跌 10%，投资组合的股票市值大约下跌到 540 万元，此时可以补进 20 万元继续购买股票增加投资组合的配置，投资组合的股票市值大约变为 560 万元，占现有投资余额的 2/3，持有现金变为 280 万元，占现有投资余额的 1/3。如果股市持续下跌，可以同样持续调整下去。

## 第一节　交易法则 1：降低投资成本法则

降低投资成本法则是指股价下跌买进，股价上涨卖出的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易。降低成本的交易，有可能不断降低投资组合的投资成本，从数学角度衡量，能产生更高的时间价值收益。

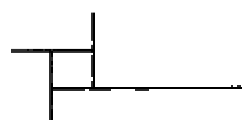
构建投资组合的成本越低，未来的时间价值越高。投资组合成本低是通过估值低实现的，估值越低投资组合的配置效果越佳。但是，期望更低估值时配置投资组合，往往会错失投资机会，而交易恰恰提供了低估值即低成本配置投资组合的可能性。

投资成本高低对未来投资收益影响之大，可以通过下面的例子反映出来。例如，甲企业是一家符合概率抽样方法的相关要求被选入投资组合的中小型上市公司，过去几年其盈利持续增长。若 2011 年企业年盈利为 0.6 元/股，按照合理估值配置该企业，可以在 18 元及以下的水平加以配置。现在假定配置该企业时分为估值合理的边界值和较低值时两种情况，那么未来投资收益有多大差异呢？第一种情况是，在市盈率 25 倍时买进该股票，购买价格为 15 元/股；第二种情况是，在市盈率 20 倍时买进该股票，购买价格为 12 元/股。

假如投资人买进股票以后，企业盈利继续保持增长，未来股价上涨到 36 元/股，此时分别计算一下两种情况下的投资收益并比较一下结果。如果仅从每股股价的变化上比较，前者股价上涨了 21 元/股，利得收益为 21 元，后者股价上涨了 24 元/股，后者比前者多出利得收益 3 元（24 元－21 元＝3 元)。实际上，由于后者购买价格低，当初如果同样投资 15 元，前者仅能购买一股股票，而后者可以购买 1.25 股股票，这样，当股价由 12 元上涨到 36 元/股时，后者的绝对收益是 36 元（24 元/股×1.5 股＝36 元)，足足比前者高出近一倍，前者的投资收益率为 100%，而后者的投资收益率为 200%。后者比前者低估 50%买进，而获得的收益则是加倍的，如果从投资的长期角度衡量，不同估值即不同投资成本对投资收益影响的差异会随时间逐步放大，降低投资成本自然成为提高投资收益的要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





通过交易降低成本可以从买和卖两个途径实现，即股市或个股股价下降时逐步买进股票，股市或个股股价上涨时部分卖出股票。

## 一、降低投资成本的标准

初始购买某一行业企业的股票构建投资组合时，股票估值为边界值，买进或卖出的标准以此为基点确立，下面分股价下跌和上涨两种情况加以讨论。

（1）股价下跌时降低成本的方法。下跌时买进的标准是股价每下跌 20%就持续买进下一笔。为了便于操作，持续买进时按同样的股份数额买进，具体操作可参照下述内容。

例如计划投资资金为 100 万元，按资金配置 30 个以上行业的 30 家企业，平均每家企业可配置资金 3%为 3 万多元。假定某一行业某家中小企业股价为 10 元/股，市净率 2.5 倍达到可以配置的边际值，结合 $X=2P-1$ 的投资策略，最初可以买进这家企业的股票大约 1 000 股，用去可配置资金 3 万元中的 1 万元。股价下跌 20%至 8 元/股时，继续买进 1 000 股用去 8 000 元；股价再次下跌 20%至 6.4 元/股时，继续买进 1 000 股用去资金6 400元；股价继续下跌大约 20%至 5.2 元/股时，仍然买进 1 000 股用去资金 5 200 元。从估值边界值初始配置开始，买进四次用完计划配置资金的大约 3%，下跌过程中的持续买进将投资成本不断降低，由初始配置投资的 10 元/股降到大约 7.4 元/股的水平。表面上看，持续买进依据的是股价的持续下跌，实质是估值的不断下跌。从初始投资至股价跌到 5 元左右，该股票的市净率下降到大约 1.5 倍。

由于构建投资组合允许某个行业配置资金上限达到 5%的比例，使得股价持续下跌、不断买进降低成本交易的适用性大大提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高。如果投资组合中某一个行业初始只配置了一家企业，而后这家企业股价持续下跌，按照每次下跌20%买进同样数量股票的操作，5%的资金能允许买进多次。实际上，构建投资组合允许配置一个行业资金占比在3%的范围内买进多家企业，该行业初始配置的某家企业价格没有下跌，那么可通过将剩余资金配置于同行业其他估值及价格下跌的企业，以此降低投资成本。

（2）股价上涨时降低成本的方法。股价上涨时降低成本的方法是股价上涨到一定幅度减半卖出。减半卖出，可将剩余准备长期持有的另外一半股票的投资成本降低，通过降低个别企业的投资成本，可达到降低整个投资组合投资成本的效果。

确定股票减半卖出的上涨幅度标准需要参考买进时的估值水平。买进时估值水平较高意味着投资成本较高，降低成本的要求也比较急迫，股价上涨幅度较小时就需减半卖出，以便较快地将投资成本降低。反之，买进时估值较低意味着投资成本已经较低，进一步降低成本要求也没有那么迫切，不妨在股价上涨幅度较大时减半卖出。一经卖出，就会将剩余持有股票投资的成本大幅度降低，甚至一次性降到零成本的水平。下面按照买进中小企业股票的市盈率估值基准，给出减半卖出的涨幅标准。

2.5倍市净率买进，短期股价上涨50%减半卖出。

2倍市净率买进，短期股价上涨75%减半卖出。

1.5倍市净率买进，短期股价上涨100%减半卖出。

按照市盈率估值基准给出的减半卖出涨幅标准可比照上述标准确定，按照买进大企业股票的估值基准确定减半卖出的涨幅也可比照上述标准确定。例如，买进大企业股票时的市净率估值为2倍，短期股价上涨50%即可减半卖出。

这里特别提到短期，是指企业价值在短期内一般不会发生变化。股价上涨没有价值增长为依托并不可靠，而此时减半卖出既与长期投资没有根本冲突，又利用股价波动的交易机会降低了投资成本，可谓一举两得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 二、如何依据股市整体估值水平进行交易

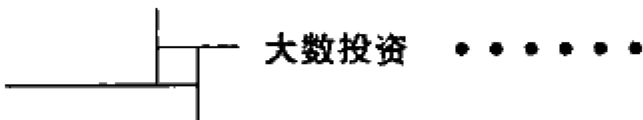
投资企业是基于对企业价值的判断而非基于对股票价格的预期，只要发现有被低估的股票就可以买进。那么，是否可以按“只顾个股，不管大市”的方式买进呢？如果在股市市盈率较高时，仍能发现价值低估较多的个股，通常可以不顾及大市购买个股股票。但是，如果市场整体严重高估（超过40倍市盈率就趋向严重高估），购买个股时则需要谨慎。首先，股市整体高估时，个股仍然低估的好企业股票较难出现，即使出现，低估的程度也有限。所以，在股市整体高估时，还是少买股票为好。其次，股市整体高估时，许多企业的盈利增长会有严重的泡沫，即企业之间相互持股，股价上涨使各自利润增加，而这种增加是不稳定和不可靠的，企业稳定可靠的利润源泉是主营业务收入。企业之间由于相互持股在股市整体上涨时导致的各自利润增长，受到现有会计制度的支持，投资人更需谨慎对待。

由此可以得出的结论是，市场整体估值在合理估值范围内波动时，存在较多的交易机会；市场整体严重低估或严重高估时，应尽量避免交易而采取单一的买进或卖出策略。市场严重低估时，应主要考虑买进构建投资组合并持有；而市场严重高估时，则应考虑卖出而不应该再考虑买进，再次买进构建投资组合则需要足够的耐心，等待合理估值以及低估值机会的出现。

# 第二节　交易法则2：永续投资法则

永续投资是指随着股价下跌持续买进的交易。永续投资法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




从数学角度衡量，能确保在不追加资金的情况下，使现有投资持续进行。

永续投资意味着，只要在估值合理的前提下构建了投资组合，股市下跌时不但不担忧，反而会在股市持续下跌时持续买进。永续投资法则所蕴涵的意义更为广泛，使投资充满乐趣。投资犹如数学游戏，只要投资人所投资的企业是有价值的，那么，表现价值的具体数值即价格在游戏过程中不管变大变小，这些数字组合演化的最终数值，必定会大于这些数字组合的初始数值。

## 一、永续投资适用条件

投资人买进股票以后可能会面临三种情况（如图 5—1 所示）：第一种情况是股票价格连续上涨；第二种情况是股价下跌后又恢复到最初买进股票时的价格水平；第三种情况是股价连续下跌后价格虽然从低位回复，但涨不到最初买人股票的价格水平。显然，第一种情况股票的最终价格高于买进时的价格，投资人是可以获利的。假如有一种投资方法能保证投资人在后两种情况下也

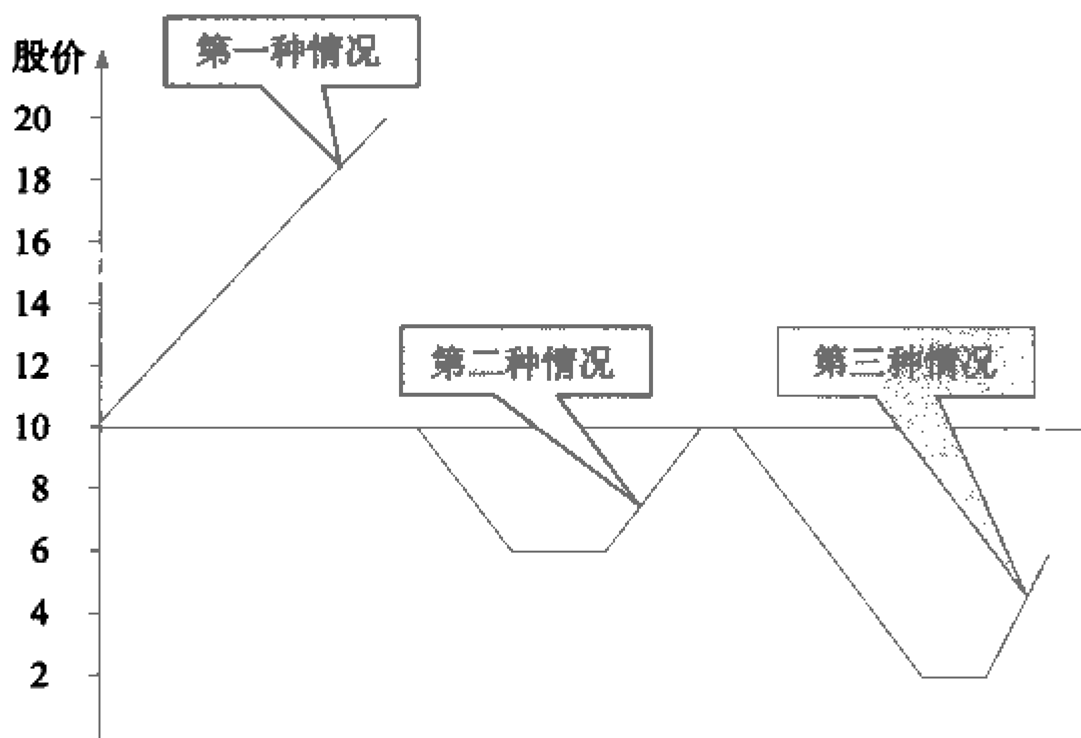
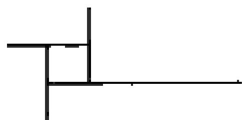



图 5—1 假定投资时间相同的投资可能出现的股价波动情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





能获利，投资人就不必担心投资中必然面对的价格涨跌波动。永续投资就是这样一种投资方法，对它的运用能使这种假设成为现实。

## 二、永续投资操作方法

例如，投资人有 12 万元资金，将资金分成 6 等份，每份资金 2 万元持续买进一只有投资价值的股票。第一笔投资买进股票的价格为 10 元/股，以后不论股票价格是上涨还是下跌，每当股票价格变动幅度为 2 元/股时，继续买进第二笔，直到买完 6 笔。结果发现，无论股票上涨还是下跌，投资人只要坚持按一定标准持续买进股票，最终一定能够获益。

由表 5—1 至表 5—3 的对比可以看出，似乎第三种情况表面上看最不利于投资人（股价大幅度下跌后虽然重新上升，但股价距离初始投资水平相差仍然巨大），但尽管如此，由于同样的资金在低价位可以购买更多的股票，股价由低位上升带来的收益更大，反而是收益率最高。为了方便比较，假定第三种情况股票价格由 10 元/股一直下跌到 2 元/股，实际上，由于投资人坚持低估值购买，价格并不会由 10 元/股下跌到 2 元/股，可能下跌到 5 元/股。投资人按 10 元/股下跌到 5 元/股、再上涨到 7 元/股，重新做一个永续投资计划，同样能够制定出没有亏损的计划。也就是说，投资人可以假定股票价格由 10 元/股下跌到 2 元/股制定相应的永续投资计划，也可以将 10 元/股下跌到 2 元/股分为若干下跌波动阶段，每个阶段都可制定相应的永续投资方案。当然上面假定的第一种情况，如果买进低估值的股票因股价上涨趋向回归价值以至于高估，投资人不会继续买进。

**表 5—1　第一种情况下的投资结果（股价由 10 元/股一直上涨至 20 元/股）**

| 买入价格（元/股） | 资金（元） | 股数（股） |
| --- | --- | --- |
| 10 | 20 000 | 2 000 |
| 12 | 20 000 | 1 667 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| 买入价格（元/股） | 资金（元） | 股数（股） |
|---|---|---|
| 14 | 20 000 | 1 429 |
| 16 | 20 000 | 1 250 |
| 18 | 20 000 | 1 111 |
| 20 | 20 000 | 1 000 |

预计投资资金全部投入后的持股数量：8 456

平均持仓价格：14.19 元/股

终点收益率：40.94%

**表 5—2　　第二种情况下的投资结果（股价先由 10 元/股下跌至 6 元/股后又重新回升至 10 元/股）**

| 买入价格（元/股） | 资金（元） | 股数（股） |
|---|---|---|
| 10 | 20 000 | 2 000 |
| 8 | 20 000 | 2 500 |
| 6 | 20 000 | 3 333 |
| 6 | 20 000 | 3 333 |
| 8 | 20 000 | 2 500 |
| 10 | 20 000 | 2 000 |

预计投资资金全部投入后的持股数量：15 667

平均持仓价格：7.66 元/股

终点收益率：30.56%

**表 5—3　　第三种情况下的投资结果（股价由 10 元/股一直下跌至 2 元/股后回升至 6 元/股）**

| 买入价格（元/股） | 资金（元） | 股数（股） |
|---|---|---|
| 10 | 20 000 | 2 000 |
| 8 | 20 000 | 2 500 |
| 6 | 20 000 | 3 333 |
| 4 | 20 000 | 5 000 |
| 2 | 20 000 | 10 000 |
| 2 | 20 000 | 10 000 |

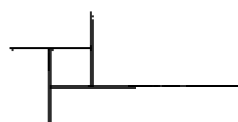
预计投资资金全部投入后的持股数量：32 833

平均持仓价格：3.65 元/股

终点收益率：64.17%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





# 第三节 交易法则 3：2/3 上限法则

2/3 上限法则，是指构建投资组合投入的资金占现有投资余额的比例上限边界为 2/3，市场波动时以此为约束条件进行交易。2/3 上限法则从数学角度衡量，能确保投资人在市场连续下跌过程中，仍能持续交易。

有人可能不免担心，所有行业配置资金均达到 3%的水平，配置于投资组合的资金占比将超过 2/3 上限。这种担心大可不必，一般配置于一个行业的资金比重达到 3%的均衡水平，意味着该行业估值达到估值低限，所有行业企业股票估值同时跌到低限的情况，过去并没有实际发生过，即使未来出现这种情况，2/3 上限法则不但不会受到资金全部配置组合的困扰，反而恰恰解决了可能发生的这种困扰。

2/3 上限法则是符合可错性原理的一种投资。所谓可错性，是指决策者做出决策时虽然无法准确判断决策后事物的变化趋势，但无论出现什么样的趋势结果，决策人都有备用方案应对，因而对任何变化结果都能接受，并在长期变化中保证决策的有效。按照 2/3 上限法则，将构建投资组合的股票市值占现有投资余额的比例达到 2/3 作为买入股票的上限基准，从而确保完成投资组合后即使股市继续下跌，投资人仍可以对投资组合进行调整，保证永续投资能持续下去。投资组合配置完成后，如果股票下跌，投资人按照 1/3 为现金、2/3 为股票的原则，从备用的现金中拿出一部分继续买进股票；如果股票上涨，投资人卖出一部分股票，使现金和股票的比例保持在 1/3 比 2/3 的状态。股票连续下跌、连续上涨或涨跌互见的波动中，均可以按照上述方法操作。

例如，前面提到的例子，投资人现有投资余额为 900 万元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果此时投资组合恰好配置完毕，其中所持股票市值大约为 600 万元、现金大约为 300 万元，投资组合配置资金比例达到 2/3 上限值，之后股票可能出现下跌和上涨两种情况。

第一种情况，如果股市下跌，例如下跌 10%，组合投资股票市值下跌为 540 万元，投资人可以从剩余的 300 万元现金中拿出 20 万元持续买进股票，此时持有股票市值为 560 万元，持有现金为 280 万元，现金与股票的比例仍然为 1/3 比 2/3。如果股票持续下跌，按照资金和股票的比例为 1/3 比 2/3 的原则，持续买进股票。与投入全部资金购买股票相比，按照 2/3 上限法则，将购买股票使用资金占全部资金余额的比例保持在 2/3 以内，不仅可降低股票下跌过程中造成的损失，而且在更低的价位可以不断买进低估值股票，为构建低成本投资创造有利条件。

第二种情况，如果股市上涨，例如上涨 10%，投资组合股票市值上涨为 660 万元，投资人则可以卖出 20 万元市值的股票，此时股票市值为 640 万元，持有现金为 320 万元，现金与股票的比例仍然为 1/3 比 2/3。如果股票持续上涨，按照现金和股票的比例为 1/3 比 2/3 的原则，持续卖出高估值股票。这样，即使股票价格不断上涨，通过不断卖出一部分股票，将股票市值比例保持在 2/3的水平，仍然可以凭借持有的股票赢得利得收益。而且在股价反转下跌时能够按照第一种情况进行操作。也就是说，按照 2/3 上限法则交易，无论股票上涨还是下跌，投资人都有办法应对。

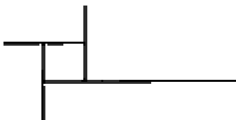
在股市波动中，按照 2/3 上限法则调整，具体买进或卖出哪家企业股票则需结合交易法则 1 “降低投资成本法则” 确定，也就是买时买进那些跌幅超过 20%，或者卖时减半卖出那些依买进时不同估值水平上涨 50%，75%或 100%的股票。

## 一、2/3 上限法则的应用条件

（1）构建投资组合所选企业符合价值以及估值基准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





（2）对组合中不同企业的资金配置按绝对胜算策略确定。

（3）市场价格常常高估企业价值，多数情况下，可配置的企业股票较少。

（4）投资组合所用资金占比多数时间较低。

（5）投资组合所用资金占比上限不超过 2/3。

（6）投资组合资金占比达到 2/3 之后，如果市场价格仍然下跌，每下跌一定幅度 $r$ 时（例如 $r$ 为 20%），可继续按投资组合占比 2/3、现金占比 1/3 的原则对持币和持股进行调整，继续买进股票；如果市场价格上升，同样按投资组合资金占比 2/3 的原则调整，卖出上涨幅度较大的股票。

## 二、2/3 上限法则的优越性

运用 2/3 上限法则，即使遭遇市场的连续下跌，也能够将投资损失降到最低程度，甚至在下跌的市场中仍然可以获利。

### 1. 运用 2/3 上限法则，确保投资人在股市持续下跌时损失较小

单纯从股票价格变化评价，非满仓（资金全部买入股票称为“满仓”）投资与满仓投资相比，在股市持续下跌中能较大幅度地降低投资风险，假定最初投资为 $Q_0$，单位为 100，二者的比较结果可以参看表 5—4 的内容。

**表 5—4 股价波动中按 2/3 上限法则与按满仓操作投资结果的比较（%）**

| $n$ | $Q_n$ | $\bar{Q}_n$ | $n'$ | $Q_{n'}$ | $\bar{Q}_{n'}$ |
|---|---|---|---|---|---|
| 0 | 100 | 100 | 20 | 91.48 | 81.79 |
| 1 | 93.33 | 90.00 | 19 | 85.76 | 74.36 |
| 2 | 87.11 | 81.00 | 18 | 80.40 | 67.60 |
| 3 | 81.30 | 72.90 | 17 | 75.37 | 61.45 |
| 4 | 75.88 | 65.61 | 16 | 70.66 | 55.86 |
| 5 | 70.82 | 59.05 | 15 | 66.25 | 50.79 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| $n$ | $Q_n$ | $\bar{Q}_n$ | $n'$ | $Q_{n'}$ | $\bar{Q}_{n'}$ |
|---|---|---|---|---|---|
| 6 | 66.10 | 53.14 | 14 | 62.11 | 46.17 |
| 7 | 61.70 | 47.83 | 13 | 58.22 | 41.97 |
| 8 | 57.58 | 43.05 | 12 | 54.59 | 38.16 |
| 9 | 53.74 | 38.74 | 11 | 51.17 | 34.69 |
| 10 | 50.16 | 34.87 | 10 | 47.98 | 31.53 |
| 11 | 46.82 | 31.38 | 9 | 44.98 | 28.67 |
| 12 | 43.70 | 28.24 | 8 | 42.17 | 26.06 |
| 13 | 40.78 | 25.42 | 7 | 39.53 | 23.69 |
| 14 | 38.06 | 22.88 | 6 | 37.06 | 21.54 |
| 15 | 35.53 | 20.59 | 5 | 34.74 | 19.58 |
| 16 | 33.16 | 18.53 | 4 | 32.57 | 17.80 |
| 17 | 30.95 | 16.68 | 3 | 30.54 | 16.18 |
| 18 | 28.88 | 15.01 | 2 | 28.63 | 14.71 |
| 19 | 26.96 | 13.51 | 1 | 26.84 | 13.37 |
| 20 | 25.16 | 12.16 | 0 | 25.16 | 12.16 |

表中，赋值 $Q_0=100$，$r=10\%$；

$n$ 表示股价从 $P_0$ 开始跌幅为 $r$ 的下跌次数；

$n'$ 表示股价从 $P_n$ 开始涨幅为 $r$ 的回升次数；

$Q_n$ 表示执行 2/3 上限法则，每次下跌幅度为 $r$，下跌第 $n$ 次时，持续买入股票后的现有投资总额；

$Q_{n'}$ 表示执行 2/3 上限法则，第 $n'$ 次回升后的减仓投资结果；

$\bar{Q}_n$ 表示满仓操作，每次下跌幅度为 $r$，下跌第 $n$ 次时现有的投资总额；

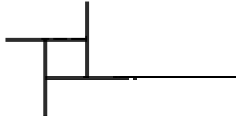
$\bar{Q}_{n'}$ 表示第 $n'$ 次回升后的满仓投资结果。

如表 5—4 所示，按 2/3 上限法则交易操作的投资人在股市持续下跌波动中，始终坚持 1/3 持有现金、2/3 投资股票的准则，每次下跌幅度为 $r$（$r$ 为 10%）时持续买进已经持有的股票，这样，既可以避免股市上涨时持有股票比例过低投资“踏空”的风险，也可以在股市下跌时将损失程度降低。

由表 5—4 可以看出，连续下跌过程中，持有 2/3 仓位的投资人损失明显较小。股市下跌 7 个 10%时，满仓投资人损失超过 50%，而股市下跌 10 个 10%，保持 2/3 仓位投资人的损失才接近 50%。假如出现极端的情况，如果股票价格连续下跌 20 个 10%，满仓投资人的现有投资总额只剩最初投资额的 12.16%，而按 2/3 上限法则操作的投资人，现有投资总额是最初投资额的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





25.16%，大约为满仓投资人的一倍。

由表 5—4 还可以看出，股价下跌到一定水平重新上涨时，2/3持仓投资比满仓投资也有较大优势。例如，股价连续下跌 20 次 10%后连续上涨 20 次 10%，2/3 持仓者现有的投资总额由 25.16%上升到 91.48%，而满仓者现有的投资总额由 12.16%上升到 81.79%。

## 2. 运用 2/3 上限法则的投资人，可以在股市下跌中获得较多的派现补偿

按照 2/3 上限法则，股市下跌过程中，投资人持续补仓，尽管以股票价格衡量的现有投资总额越来越少，但投资人持有的股票数量则会越来越多。假设买入的股票每下跌一个 10%，补仓一次，持续下跌 20 个 10%时，投资人持有的股票数量将达到最初买入股票数量的一倍以上（如表 5—5 所示）。投资人由此获得的派现收益显著提高，因为企业对投资人的现金分配，不是按照股价高低而是按照股份数量多少确定的。按照 2/3 上限法则交易的投资人因持续买进股票，股票价格下跌的损失也会由股票派现收益得到一定的补偿。不仅如此，按照长期持有原则中的“股利再投资”的方法，投资人可以用不断获得的股利收益持续买进股票，买进股票数量会增加的更多，不断增加的股票数量，能够使投资人得到现金股利“熊市保护伞”和“收益加速器”的好处。

**表 5—5 股价连续下跌过程中按照 2/3 上限法则持续买入股票的结果（%）**

| $n$ | $N_n$ | $Q_n$ | $P_n$ |
|---|---|---|---|
| 0 | 6.67 | 100 | 10 |
| 1 | 6.91 | 93.33 | 9.00 |
| 2 | 7.17 | 87.11 | 8.10 |
| 3 | 7.44 | 81.30 | 7.29 |
| 4 | 7.71 | 75.88 | 6.56 |
| 5 | 8.00 | 70.82 | 5.90 |
| 6 | 8.29 | 66.10 | 5.31 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续前表

| $n$ | $N_n$ | $Q_n$ | $P_n$ |
|---|---|---|---|
| 7 | 8.60 | 61.70 | 4.78 |
| 8 | 8.92 | 57.58 | 4.30 |
| 9 | 9.25 | 53.74 | 3.87 |
| 10 | 9.59 | 50.16 | 3.49 |
| 11 | 9.95 | 46.82 | 3.14 |
| 12 | 10.31 | 43.70 | 2.82 |
| 13 | 10.70 | 40.78 | 2.54 |
| 14 | 11.09 | 38.06 | 2.29 |
| 15 | 11.50 | 35.53 | 2.06 |
| 16 | 11.93 | 33.16 | 1.85 |
| 17 | 12.37 | 30.95 | 1.67 |
| 18 | 12.83 | 28.88 | 1.50 |
| 19 | 13.30 | 26.96 | 1.35 |
| 20 | 13.80 | 25.16 | 1.22 |

表中，赋值 $Q_0=100$，$P_0=10$ 元/股，$r=10\%$；

$n$ 表示股价从 $P_0$ 开始跌幅为 $r$ 的下跌次数；

$Q_n$ 表示执行 2/3 上限法则，每次下跌幅度为 $r$，下跌第 $n$ 次时，持续买入股票后的现有投资总额；

$N_n$ 表示执行 2/3 上限法则，每次下跌幅度为 $r$ 买进股票后的持股数量。

由上表可以得出：

$$N_n=\frac{2Q_0}{3P_0}\left(\frac{1-\frac{2}{3}r}{1-r}\right)^n=\frac{20}{3}\times\left(\frac{28}{27}\right)^n$$

则 $N_0=\frac{20}{3}=6.67$，$N_{20}=\frac{20}{3}\times\left(\frac{28}{27}\right)^{20}=13.80>2N_0$

即按照 2/3 上限法则，下跌第 20 个 10%，持股数量将超过初始持股的 2 倍。

### 3. 运用 2/3 上限法则的投资人，可以在股票价格下跌过程中用套利收益弥补投资损失

从股票市场的实际情况观察，在一定时期内，即使股票价格持续下跌，也不是直线下跌，股票下跌过程是有涨有落的波动过程。买入股票的比例达到 2/3 后，如果股市下跌 10%，可以按股票占 2/3 比例的基准，在相对低位补仓；而股市一旦上涨，则可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以在保持股票比例 2/3 的前提下，卖出一部分价格上涨幅度较大的股票进行套利。再下跌再补仓，再上涨再套利，反复操作，不断获得套利的“意外”收益。这种套利操作，不仅可以让投资人持续获得额外收益，还能在坚持投资企业根本理念的前提下释放投资人的交易冲动，有效舒缓投资人的心理冲突，这也是 2/3 上限法则的又一优势所在。



参考资料

以下是股价波动中按 2/3 上限法则与按满仓操作投资，现有投资总额与持有股票数量变化的推导过程。

1. 推导 $Q_n$ 和 $N_n$

以 $Q_0$ 为初始可供投资的资金总额，执行 2/3 上限法则，$P_0$ 为初始价格，则首次买入股票 $\frac{2}{3}Q_0$，持有现金 $\frac{1}{3}Q_0$，此时持有股票数量 $N_0=\frac{\frac{2}{3}Q_0}{P_0}$。

$Q_1$ 为股价第 1 次下跌了 $r$ 比率时持续买入股票的投资结果，$P_1$ 为此时股票价格，$N_1$ 为此时持有股票的数量。

$Q_n$ 为股价第 $n$ 次下跌了 $r$ 比率时持续买入股票的投资结果，$P_n$ 为此时股票价格，$N_n$ 为此时持有股票的数量。

$n$ 为下跌次数，为 1，2，3，…

$r$ 为一次下跌的幅度。

依次推演

$$Q_1=Q_0-\frac{2}{3}r,\quad Q_2=Q_1-\frac{2}{3}Q_1 r$$

……

$$Q_n=Q_{n-1}-\frac{2}{3}Q_{n-1}r=Q_{n-1}\left(1-\frac{2}{3}r\right)$$

$$P_1=P_0(1-r),\ P_2=P_1(1-r),\ \cdots,\ P_n=P_{n-1}(1-r)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按照等比数列公式：$Q_n=Q_0\left(1-\frac{2}{3}r\right)^n$，$P_n=P_0(1-r)^n$

则持股数量

$$N_n=\frac{\frac{2}{3}Q_n}{P_n}=\frac{2Q_0\left(1-\frac{2}{3}r\right)^n}{3P_0(1-r)^n}=\frac{2Q_0}{3P_0}\left(\frac{1-\frac{2}{3}r}{1-r}\right)^n$$

2. 推导 $\bar{Q}_n$ 及 $\bar{N}_n$ 数量保持为 $\bar{N}_0$ 的原理

以 $Q_0$ 为初始可供投资的资金总额，满仓交易，$P_0$ 为初始价格，则全部资金买入股票，市值 $Q_0$，持有现金为 0，$\bar{N}_0=\frac{Q_0}{P_0}$。

$\bar{Q}_1$ 为股价第 1 次下跌了 $r$ 比率时的投资结果，$P_1$ 为此时股票价格，$N_1$ 为此时持有股票的数量。

$\bar{Q}_n$ 为股价第 $n$ 次下跌了 $r$ 比率时的投资结果，$P_n$ 为此时股票价格，$\bar{N}_n$ 为此时持有股票的数量。

$n$ 为下跌次数，为 1，2，3，…

$r$ 为一次下跌的幅度。

因为没有留有现金可供后续追加买入股票，所以投资结果随着股票市值的下跌而下降，股票数量则保持初始值，即

$$\bar{Q}_1=Q_0-Q_0r,\ \bar{Q}_2=\bar{Q}_1-\bar{Q}_1r,\ \cdots,\ \bar{Q}_n=\bar{Q}_{n-1}-\bar{Q}_{n-1}r=\bar{Q}_{n-1}(1-r)$$

$$P_1=P_0(1-r),\ P_2=P_1(1-r),\ \cdots,\ P_n=P_{n-1}(1-r)$$

按照等比数列公式：$\bar{Q}_n=Q_0(1-r)^n$，$P_n=P_0(1-r)^n$

而持股数量保持不变：

$$\bar{N}_n=\bar{N}_0=\frac{Q_0}{P_0}$$

3. 推导 $Q_{n'}$

假设在执行 2/3 上限法则时，当投资下跌到 $Q_n$ 后，股票价格按照 $r$ 比率回升，每回升一次 $r$ 比例，都按照保持$\frac{\text{股票市值}}{\text{投资结果}}=\frac{2}{3}$的原则卖出部分股票，以 $n'$ 表示股价回升的次数，$Q_{n'}$ 表示第 $n'$ 次回升后减仓投资的结果。

从第 1 次回升时：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | 现金 | 持仓股票市值 | 股价单位 | 持股数量 | 投资结果（资产净值） |
|---|---|---|---|---|---|
| 调整前 | $\frac{1}{3}Q_n$ | $\frac{2}{3}Q_n\ (1+r)$ | $P_n\ (1+r)$ | $\frac{2Q_n}{3P_n}$ | $Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)$ |
| 调整后 | $\frac{1}{3}Q_n+\frac{1}{3}\times\frac{2}{3}Q_n r=\frac{1}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)$ | $\frac{2}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)$ | | $\frac{2Q_n}{3P_n}\times\frac{1+\frac{2}{3}r}{1+r}$ | |

依次推演，当第 $n'$ 次回升时：

| | 现金 | 持仓股票市值 | 股价单位 | 持股数量 | 投资结果（资产净值） |
|---|---|---|---|---|---|
| 调整前 | $\frac{1}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'-1}$ | $\frac{2}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'-1}\ (1+r)$ | $P_n\ (1+r)^{n'}$ | $\frac{2Q_n}{3P_n}\times(\frac{1+\frac{2}{3}r}{1+r})^{n'-1}$ | $Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'}$ |
| 调整后 | $\frac{1}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'}$ | $\frac{2}{3}Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'}$ | | $\frac{2Q_n}{3P_n}\times(\frac{1+\frac{2}{3}r}{1+r})^{n'}$ | |

则

$$Q_{n'}=Q_n\ (1+\frac{2}{3}r)^{n'}$$

4. 推导 $\bar{Q}_{n'}$

假设在满仓操作时，当投资下跌到 $\bar{Q}_n$ 后，股票价格同样按照 $r$ 比率回升，每回升一次 $r$ 比例，也都按照保持满仓股票，即股票数量不变，以 $n'$ 表示股价回升的次数，$\bar{Q}_{n'}$ 表示第 $n'$ 次回升后满仓投资结果。

第 1 次回升时，投资结果提高为 $\bar{Q}_n\ (1+r)$，第 $n'$ 次回升后，投资结果为：

$$\bar{Q}_{n'}=\bar{Q}_n\ (1+r)^{n'}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 第四节　交易法则4：长期持有法则

长期持有是坚持数年长时期持有低估值股票所购建的投资组合，特别是投资组合中投资成本降至零成本以下的企业更应长时间持有，而不必理会持有过程中的股市波动。从数学角度衡量，长期持有能产生“十倍率效应”的收益。

“买进—持有”必然能够带来较好的投资回报，这是中外股市长期验证的结果。事实上，“买进—持有”方法包含了两项内容，即低估值买进和长期持有。长期持有的好处是，数学上的“十倍率效应”能够体现出来。简单地讲，就是长期持有投资组合，组合中就会有涨幅数倍甚至数十倍乃至更高涨幅的股票出现。

### 一、长期持有可获“十倍率效应”的投资收益

股市投资的“十倍率效应”是指个别企业股票涨幅远远超过市场平均上涨幅度，实现数倍、十几倍或更高幅度上涨。

组合投资从较低目标讲，做到了投资资本安全、收益稳定。从较高目标讲，可以利用市场价格波动的随机性获得超额收益，即所持投资组合中个别股票价格涨幅远远超过市场的平均水平，而这种情况出现的前提之一是持有投资组合的时间要足够长。

本书引子中，任天里建立投资组合之后，5 年之中一直持有组合而未作任何交易，组合整体给他带来较高的投资收益，其中的中国船舶和恒生电子在他持有的 5 年中分别上涨 10 倍和 12 倍，真实应验了“十倍率效应”，而任天里长期持有投资组合所带来投资收益的结果也是中国证券市场整体状况的反映。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果不坚持长期持有法则，在股票上涨的过程中，凭借“涨的差不多了”的判断，就可能在股票上涨的初期早早地将股票卖掉，无法分享到股票巨幅上涨的好处。

有人可能会说，这种从没见过的景象只是中国股市的特色罢了。其实不然，如果对比美国股市则更便于了解这个道理。股市的较大幅度上涨以及个别企业更大幅度的上涨并非中国股市独有的特色，而是股票市场的共同特征。2001 年纳斯达克股票市场涨幅居前的前十大牛股的最后两只股票当年的涨幅都超过了 10 倍，第一名股票的涨幅更是高达 59 倍。如果单独从一年的情况看，似乎随机性起了很大的作用，但是，在观察美国市场的长期表现时，可以理解长期持有的“十倍率效应”有一定的必然性。2007 年 4 月，美国知名纸媒体《今日美国》为迎接其创刊 25 周年，特别评选出 25 年来最值得投资的 25 只股票，这些股票在市场的长期表现均涨幅惊人（见表 5—6）。美国股市近 25 年来十大牛股涨幅的统计也说明，能分享高额收益的人，非长期持有者莫属。

表 5—6　　美国股市近 25 年十大牛股涨幅统计

| 名次 | 企业名称 | 涨幅（倍） |
| --- | --- | --- |
| 1 | 富兰克林资源 | 642.24 |
| 2 | 丹纳赫 | 479.13 |
| 3 | 伊顿范斯公司 | 384.44 |
| 4 | 联合健康集团 | 376.72 |
| 5 | 思科 | 336.32 |
| 6 | 国际游戏科技公司 | 334.36 |
| 7 | 生迈公司 | 305.31 |
| 8 | 微软 | 292.66 |
| 9 | 百思买 | 287.03 |
| 10 | 甲骨文 | 285.35 |

## 二、长期持有投资组合使投资收益更趋稳定

股票长期持有的意义，不仅在于上面举出的已经发生的例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



子，更为重要的是，它能够使投资人真正体验到长期投资无风险的美妙。尽管投资人会坚持选择好企业并坚持按低估值买进，但由于主客观原因，仍然会因买错股票导致损失。长期持有的意义就在于，投资组合中总会有某些股票较大幅度上涨，投资收益也因此会有成倍的增长，这就能够保证，在弥补个别股票失败损失的基础上仍然有较好的收益。为了说得更清楚一些，给出下面的数学分析方法。

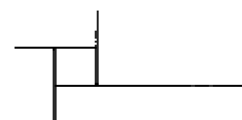
例如：某投资人选择了 10 只股票 $A_1$～$A_{10}$ 作为一个投资组合，每只股票的投资单位相同，为 1 个单位，共计 10 个单位。由于长期持有，其中的一只股票（假定 $A_1$）可能上涨若干倍，现在分别假定为 3 倍、5 倍、10 倍。如果当 $A_1$ 分别上涨 3 倍、5 倍、10 倍时，当 $A_2$～$A_{10}$ 分别平均下降 30%，50%，100%时，投资收益和亏损相等，最终没有亏损。但是，从股票投资的实际结果看，并不存在一只股票分别上涨 3 倍、5 倍、10 倍，其他股票平均下降 30%，50%，100%的统计结果。更何况，每一组投资中的股票都是价值低估的好企业的股票。概言之，最初投资的 10 家企业，有一家股价涨幅超过 10 倍，或者若干家股价涨幅之和超过 10 倍，即使组合中的其他企业出现亏损，整个投资组合仍能有较好的收益。

## 三、主动运用长期持有法则

长期持有的好处，不仅仅在于构建投资组合可稳定分享企业资产增值收益以及股价长期上涨带来的利得收益，而且还在于投资人可以主动操作，在持有的同时进行再投资。这里所说的再投资，不是指投入另外的资金，而是指“股利再投资”，即利用持有投资组合所获得的派现收益在股市持续下跌中买进更多的股票，增加投资组合企业股份的数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在股市下跌中，股利再投资的好处表现在两个方面：一是通过再投资可以积累更多的股份；二是再投资以后还可以持续获得股利。两方面的作用均能缓解投资人由于投资组合市值下降带来的压力。这一点被杰里米·西格尔教授称为“熊市保护伞”。当股市上涨时，这些低价获得的股票上涨能够提高整体投资的收益率。所以说，“股利再投资”不仅是“熊市保护伞”，还是“收益加速器”。这也反映出为什么股利派现率高的企业有更好的投资回报，以及为什么将派现率作为价值评估的基准。

这四项交易法则是相互关联的，可以结合起来使用，核心是降低投资成本交易法则。股市在涨跌波动中，不断通过低买高卖调整投资组合中每个企业股票的投资成本。股市持续下跌时，则按永续投资法则买进，而为保证永续投资以及降低投资成本交易的顺利操作，将用于投资组合的占比资金控制在 2/3 的上限，并长期持有在遵循上述交易法则基础上构建的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

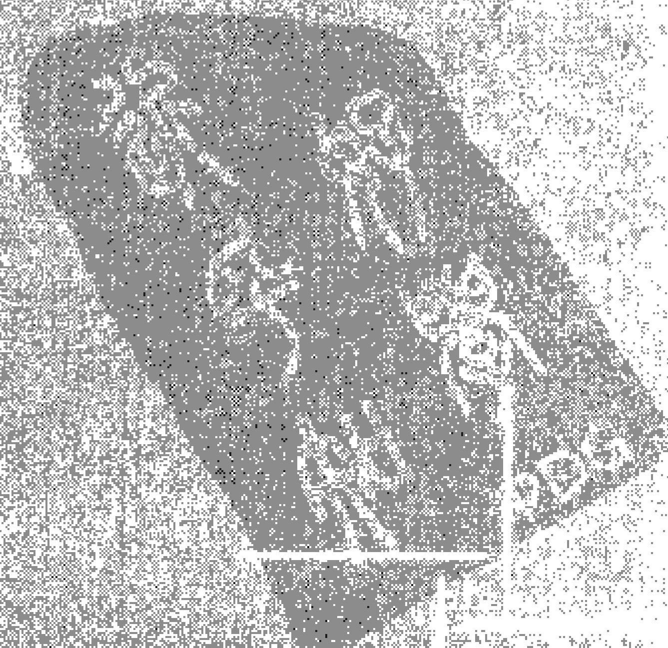
# 第六章

# 如何发现自己的投资潜能

第一节　做好投资者的自我管理

第二节　洞悉心理偏差

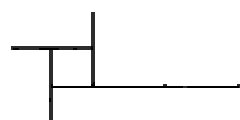
第三节　摆脱情景化



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





许多投资人都有过这样的体验，自己基本上能够判断投资方法的好坏，但由于投资过程中心态平衡难以控制而导致不能坚持好方法。组合投资、低估值构建投资组合、长期持有投资组合能够获得投资收益的道理不难理解，但会不会同样因为投资过程中的心态问题而导致无法正确使用呢？假如心态真的完全无法调整和控制，那么无论多么好的投资方法都无法使用。对于持有这种判断结论的人，最明智的做法是远离投资做其他事情。

应用大数投资的投资过程，可能会遇到心态平衡的问题，但却能够化解。一是如果对这个方法原理有比较透彻的理解和认同，一般不会产生特别严重的心态问题，长期能够带来安全稳定投资收益的科学结论，能够为投资人带来比较充分的信心。二是通过正确梳理投资思维，正确理解和把握投资过程导致心态问题的原因，可以采取相应的措施加以消除。投资人做好自我管理、洞悉导致心理偏差的机制并积极应对，特别是摆脱掉由情景化造成的从众行为，就能够处理好投资过程中的心态平衡问题。

通过购买股票投资企业是间接投资，它与直接投资开办企业不同。直接投资是通过管理组织实现投资目标的，管理组织就是经营和变革组织，也就是直接投资者要对管理对象即企业施加主观影响而达成投资目标。与之相反，间接投资以不影响投资对象为前提实现投资目标，投资管理因此不是对投资对象进行管理，而是投资人的自我管理。

直接投资管理的典型是企业管理，人们在自己的人生经历中所积累的管理思想和经验，主要是关于组织管理的内容，这样形成的管理积累对企业管理有积极的参考作用，但这些内容大多不但无助于投资管理，反而可能成为投资管理的障碍。理清投资管理是自我管理，与组织管理是对管理对象进行管理有所不同，十分重要。

在组织管理中，管理者认为，影响管理对象的环境因素是可以改变的，管理者所作的努力主要是通过改变环境、施加影响从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而实现组织目标。例如，一个企业为了将下一个年度的销售额提高，可以通过同时利用激励和惩罚两种手段来调动员工的积极性，努力完成管理者所提出的目标。

投资者要达到自己的投资目标，并不以对企业施加影响为前提。秉持大数投资法则投资上市公司，不谋求对所投资企业施加影响达到投资目标。既不希望通过改变企业的内外部环境、影响企业的经营及盈利达到投资目标，也不希望通过影响所投公司的股价变动达到投资目标。

投资之所以采取不对投资对象施加影响的态度，是因为投资对象不是单一的企业，而是类似投资了全部上市公司，而影响全部上市公司经营状况以及股价变动的环境边际巨大，个别投资人完全无法影响和控制。因此，投资人对投资的管理应该转向自我管理而不是对投资对象施加影响。

投资者自我管理的直接目的是通过自我控制和调整，使自己的选择符合投资规则，这就要求投资人面临投资中的各种选择时采取顺其自然的态度，这也需要投资人运用宽容心去应对。

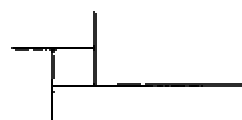
心理偏差是反映在人们认知上的心理特性，由于这些特性可能影响人们的正常思维和行动，故称为心理偏差。心理偏差包括自欺、启发式简化以及情绪化等。造成心理偏差的原因有：自欺和启发式简化主要由认知偏差造成，情绪化主要来自于生命本能以及群体效应的影响。投资过程的心理平衡受到心理偏差的影响，洞悉心理偏差的表现和原因，人们就可以采取针对措施，消除这些因素的影响。

造成心理偏差的因素既有人的本能因素，也有从众效应的外部影响，而从众效应则与人们思维和行为的情景化密切联系，摆脱情景化是获得心态平衡的关键所在。

情景化是指人的生存环境将个体塑造成与整体情景一致的机制，它迫使某一生存情境中的个体趋向与整体保持一致，包括意识和行为的一致。情景化对人的意识及其行为一致性的驱使体现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在两个方面：一是使个人的显意识变成与群体一致的潜意识，导致个人行为跟随群体行为的无意识选择；二是使个人的独立意识变成服从群体意志的从众意识，导致个人虽然有时能够发现群体的错误，但仍然屈服于群体，选择错误行为。认识到情景化现象的存在，并且从情景化状态中摆脱出来，是投资人开发投资潜能的关键。

## 第一节　做好投资者的自我管理

投资者的自我管理，从根本上讲就是发现、运用自己投资潜能的过程。与一般的组织管理不同，投资人所面临的是一个边际巨大的环境，包括企业数量众多、市场规模及影响因素不计其数，投资人并不具备这个环境的资源和影响力，投资人在这个环境中能够做的是选择而不是管理，所以投资的管理不是投资对象的管理而是投资者的自我管理。投资者的自我管理，是一种面对不能改变的外部环境如何调整自身的管理，包括心态的自我调整和行为的自我调整。如何发现自己潜藏的宽容智慧并运用它去应对相关问题，是投资人发现自己投资潜能的一个重要视角。

### 一、发现宽容智慧

用宽容理念发现自己的投资潜能，是从对人的能力的科学认识展开的。

人力资源管理的相关理论，一般用两分法来讨论人的能力问题。早期将人的能力描述为聪明和智慧两个方面。聪明指人的学习能力，即对现有知识或技能理解和掌握的能力；智慧指人的实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



践能力，即对现有事物或活动权衡和管理的能力。

在关于人的能力的智商概念提出以后，人的能力被区分为智商和情商两方面。聪明和智慧归结为智商，心理方面的能力归结为情商。

本书从投资的角度考虑，将人的能力用三个维度表示，即聪明、智慧和宽容。一维能力像一条直线，二维能力形成一个平面，三维能力合成一个立体，如此构建分析模式，意在表明：

第一，人的能力是由不同的要素构成的，不同的能力要素有不同的功能，如聪明是人们了解和认识问题的能力，智慧是判断和解决问题的能力，宽容是人们思考和放弃问题的能力。

第二，人们做不同的事情，必须具备不同的能力要素储备。人们选择做什么事情和做到何种程度，要基于自己的能力结构和不同能力要素的比较优势进行选择。例如，聪明的人可以偏向科学研究，智慧的人可以偏向管理，宽容的人可以偏向投资。从投资的角度讲，想要成为一个优秀的投资者，必须提高自身的宽容及其放弃能力。为了进一步理解能力结构要素的差异和功能，有下面的描述和分析。

训练—知性—聪明—知识—认识问题

经历—悟性—智慧—经验—解决问题

思考—心性—宽容—理念—放弃问题

聪明通常由训练获得，依赖于人的知性，其载体是相关知识，其功能是认识问题；智慧通常通过经历获得，依赖于人的悟性，其载体是经验，其功能是解决问题；宽容通常由思考获得，依赖于人的心性，其功能是放弃问题。

具体而言，学习和掌握外语或数学知识有优势的人是聪明的，能够管理好企业或其他组织的人则以智慧见长，而投资人最应具备的是宽容的理念。宽容是一种放弃能力，具备宽容理念及其能力，人们才会对不可预测的股票价格放弃去猜测。

一些专业天才极其聪明，对哪怕是十分复杂的静态知识也能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认识和解析，但是，他们在解决实际问题时，哪怕是做饭、洗衣等简单的事物也可能存在障碍。

同样，管理企业非常出色的企业家，在投资上却可能屡屡失误。这是因为，企业家常常是工于智慧却缺少宽容。因为宽容依赖于人的心性，所以应该通过心性的自我认识和发现，让自己能够建立宽容理念。人们树立了以心性支持的宽容理念，才会充分理解放弃的必要。这种宽容力有助于人们放弃预测价格，放弃与其他投资人博弈股票价格。情景化可能导致的压力或诱惑，也会因宽容理念而被投资人化解。

宽容理念更广泛的意义是既能宽容他人，也能宽容自己。聪明或智慧往往会给人带来优越感，在事物开始前认为自己会比别人做得更好。那么多的人选择炒股票，就是因为这些人认为自己比别人聪明，能更早预测到价格的未来变化。而实际投资过程中不断出错，又让他们否定自己、产生挫败感，最后投资行为变得混乱不堪。

有宽容理念的投资人，因为意识到自己不会比他人更聪明或更智慧，而善于保持平常心，对投资过程中价格波动的不可预测性也会坦然面对，而且对自己偶尔出现的投资失误，也能宽容对待并持续完善自己的认识和投资选择。

## 二、认识证券市场的开放性

与人们宽容理念密切关联的是开放性思维。开放性思维是人们所拥有的能够突破既有边际从广泛范围看待事物的思维方式。

开放性思维可以帮助投资人突破仅仅从证券市场范围看待投资的局限。封闭性思维认为，投资股票使投资人进入了为赚取股票差价而博弈的封闭系统；而开放性思维认为，股票市场是包括了股票买卖系统但比股票买卖更大的开放性系统。上市企业股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的买卖虽然在股票市场中进行，但上市企业是在买卖股票的市场之外运营的，投资人的收益源泉即企业利润不在买卖股票的交易系统内形成，而由在股票买卖交易系统外的企业创造出来。封闭性思维认为，股票投资人的盈利是靠战胜其他股票投资人获得的，如果不能战胜其他投资人，投资人就必然遭受损失；而开放性思维认为，其他股票投资人之间的博弈并不会对自己造成损害，只要投资人投资的是好企业，又是在低估值价格时买进的，便不必担心其他投资人如何在股票价格上博弈。如果投资人买进股票后，其他投资人通过博弈价格将股价打到低价，投资人不妨以投资企业的“局外人”的心态看待他们的博弈，或者采取更积极的态度，在股票更便宜时继续买进，实施更低估值买进的策略，以便在以后股票上涨中获得加强收益。如果买进股票后，其他投资人通过博弈价格将股价打到高位，以至于股票价格严重高估价值时，投资人又可以随时卖出股票，获得盈利。

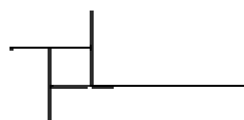
## 三、借鉴“可分享智慧”

所谓“可分享智慧”，是在应用大数投资时可以借助的而又没有排他性的一系列知识成果的总称。例如，长期而言，股票指数是上涨的，而且一些精选股票组合指数的上涨水平超过股市整体上涨水平，这些被精选并定期更新的股票是由一批专业人员选出的，其中蕴涵了这些专业人员的知识和智慧。但是，反映他们专业知识和智慧成果的指数股票，并不存在所谓知识产权保护的限制。普通投资人既可以选择跟踪指数股票进行组合投资的策略，也可以选择直接投资指数基金的策略来跟踪指数。

借助“可分享智慧”，大数投资成为一种可简可繁的简单易行的投资方法。正如在投资策略中阐述的那样，初入股市的投资人可以投资指数基金、封闭基金，或根据少数指标在某一类指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





股票中选择企业组合投资。那些对股市投资有一定的经验、接受大数投资理念并希望进一步提高投资收益的人，可以投入较多精力，按照本书所阐述的内容，从选择企业、估值、投资策略、交易法则等方面系统地实践大数投资。

## 第二节 洞悉心理偏差

心理学界一直关注投资人心态的研究，相关书籍和论文也在不断地问世。这些研究多是从人的一般心理特性及其对行为的影响出发进行的。当这种分析针对经济活动中及其金融活动中的人进行时，便产生了行为金融学或投资心理学这样的研究学科及其成果。借鉴这些研究成果对投资人调整心态平衡有参考作用。

行为金融学等研究，从心理特征角度对股票投资者作了如下的类型划分：依据本能而动的直觉型、全身心投入的情感型和固执己见的理智型。这样的研究着重于从人的内在的心理特性对行为的影响来研究投资者在投资股票中的表现。

投资人分析市场参与者以及自己投资股票的心理特性及其对股票投资行为的选择表现时，可以借鉴这些研究成果，正确认识市场的参与人、自身可能存在的心理偏差以及导致心理偏差的原因，为解决因心态冲突影响正确投资这一问题找到好的解决方案。

### 一、投资心理偏差的主要表现

投资心理学、行为金融学借鉴了心理学的研究范式，将投资人的心理偏差概括为自欺、启发式简化和情绪化三个方面。

（1）自欺。自欺是指人们倾向于高估自己水平的一种心理特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性。自欺容易导致投资人对自己的能力、知识和对未来的判断过分自信。短线交易、频繁买卖、过早卖出好股票和过久持有差股票，等等，都是自欺的具体表现。

(2) 启发式简化。启发式简化是指人们由于自己的认知能力（记忆力、注意力以及处理问题的能力）的局限而迫使大脑将复杂的分析简单化的一种心理特性。启发式简化容易造成投资人仅凭借简单的图表或指标进行交易。

启发式简化如形成习惯，往往转化成潜意识的简化思维。这种潜意识，有时有利于人们规避风险，如突然有打击物飞来，人们可以本能地躲避。但对置身于股票市场的参与者来说，却常常有害无益。比如，出于对某些信息如传言的本能反应而不自觉地进行买卖操作。通常，这些操作对投资人可能完全没有意义。

(3) 情绪化。情绪化是指人们对事物的认知和判断受情绪左右的一种心理特性。情绪化容易造成股票交易人不按理性而按情绪进行交易操作。

情绪化心理常常导致人们两种对立的心态和行为同时发生，即恐惧和贪婪的心态和行为并存。认为无风险时，会无限贪婪；而在贪婪中感觉到风险时，又极为恐惧。投资中的追涨杀跌行为、交易中自欺欺人的“止损”操作，均与这种心理影响有关。

## 二、投资心理偏差的由来

投资心理偏差既可能来自于投资人的认知方面，也可能来自于投资人的本能，还可能来自于群体行为的影响。

(1) 认知偏差造成自欺。这种认知偏差包括知识（信息）幻觉和控制幻觉。知识幻觉是指，人们认为随着信息量的增加他们预测的准确度也会增加，但股票未来价格变动并不是依赖过去的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





信息有规律地进行的，因此，认为信息量充分就可以做出正确预测的想法只是一种幻觉而已。

控制幻觉是指，人们认为他们对自己所参与的事情有影响力。特别是那些在参与规模、参与程度以及参与经验方面被视为有影响力的参与主体，更容易有控制幻觉。股市中常常出现的“庄家”现象，以及一些人热衷于跟庄的现象，均来源于控制幻觉。

（2）认知偏差也造成启发式简化。启发式简化源自认知能力局限、认知失谐和记忆错觉三个方面。启发式简化在投资中主要表现为三个方面：

一是所谓的“赌场钱效应”，一些人将股票投资视为一场赌博，即使暂时盈利，但也会把盈利当成是赌来的别人的钱，最终还是要亏损掉。至于开始就亏损的人结果就更惨了一些，还没怎么玩就遭到淘汰。

二是所谓的“蛇咬效应”，即投资人将投资个别股票所遭致的损失当成了整个方法的错误，全然忘记以统计方法来检验所遭受的损失到底仅仅是个别失败，还是存在整体问题。

三是所谓的“赠予效应”，人们在卖一件东西时，经常会希望价格远高于他们买这件东西时愿意支付的价格，这可能导致人们不再靠对所投资股票价值的持续评价而持有股票，而仅仅依靠价格的变化决定是否持有，这常常导致一种错误决策，即只要价格低于买价就不卖出。

（3）本能以及群体效应导致情绪化。回避遗憾情绪和寻求自豪感是情绪化的具体表现。遗憾情绪是当人们认识到以前的某项决定被证明是糟糕的决定时，造成的情感上的痛苦；自豪感是当人们认识到以前的一项决定被证明是好决定时引发的情感上的快乐。

避免遗憾情绪或寻求自豪感的行为，或由本能主导，或由群体影响产生。受本能主导是指，人天生就有预知未来的要求，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资时这种要求有可能被转化为预测价格的想法和行为。由群体影响产生是指，群体行为常常成为个体判断自己是否能够避免遗憾情绪或获得自豪感的基准。由于群体行为本身有非理性的一面，投资人如果以此为基准，则难以避免心理意愿和行为结果之间的冲突。

新古典经济学认为，市场的参与者都有一个基本的动机，就是使自己的收益最大化，且人人都有理性行为，因此市场价格变化只是由理性人的选择带来的随机结果而已。

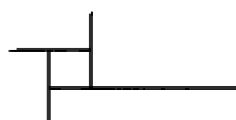
基于心理学的行为经济学或行为金融学发现，市场参与人的动机并非仅仅由其收益最大化的愿望产生，有时，可能是受周边环境的某种启发产生的。例如，与你工资收入差不多的同事买了一部好车，同事又告知你这是他大胆炒股的结果，你就可能选择炒股，而且可能会像同事那样选择大胆炒股的行为。但实际上，大胆炒股和获得收益之间并没有必然联系。同事炒股盈利可能完全是随机事件，可能连同事自己都不清楚到底是什么原因，也许他在购买股票以后每天担心得夜不能寐，却赶上股市暴涨赚了一大笔钱。效仿的人采取同样的炒股策略却未必能盈利，甚至恰恰相反。尤其是，如果恰逢股市已经暴涨你大胆买进了股票，那么，遇到股市暴跌导致巨大亏损的可能性是极大的。

同样的策略不一样的投资结果，会影响到投资人以后的心理和行为选择。由于众多的投资人都有这种动机和结果相冲突的经历，以及感受过以往经历对以后投资心理和行为影响的心路历程，这些都会导致市场参与者在股票市场中表现出心理和行为的偏差。

上述研究内容对人的心理偏差及其对行为的影响可以归纳为两个方面，即人的本能和外部环境都会导致人的心理偏差及其行为选择，这种研究结论对投资人具有一定的参考意义。特别是投资人在分析市场参与者的微观行为时，上述分析有助于其对市场参与主体的直接观察、注意主动避免这些心理和行为偏差影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





做出正确的投资选择。

本书强调，投资人心理偏差的产生原因既有自身内在心理因素的影响，也有外部环境因素的影响。这两种因素各有不同的作用机制，对投资人在投资过程中的心理及其投资行为产生影响，而外部环境之所以能够成为影响人们心理偏差的决定因素在于外部环境的情景化效应。如果投资人能把握这一原理，不仅有助于确立更恰当的分析视角，而且有助于投资人找到克服自身心理偏差的出路，真正发现和形成自己的投资能力。

## 第三节 摆脱情景化

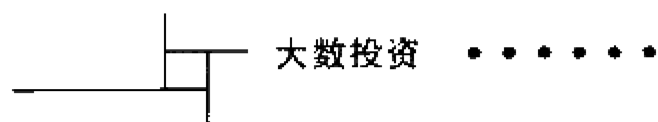
情景化是指人的生存环境将个体塑造成与整体情景一致的机制，它迫使某一生存情境中的个体趋向与整体保持一致，包括意识和行为的一致。

情景化使个体意识及其行为趋于一致体现在两个方面：一是使个人的显意识变成与群体一致的潜意识，导致个人行为跟随群体行为的无意识选择；二是使个人的独立意识变成服从群体意志的从众意识，导致个人虽然有时能够发现群体的错误，但仍然屈服于群体、选择错误行为。

情景化的基本途径是组织化，主要在于组织对个人具有恩威并用的双重影响，久而久之高度统一的组织意识就成为个人的习惯意识。

投资需要高度的个人判断和决策，必须以独立思考为前提，因此必须摆脱情景化，而认识到情景化现象的存在则是摆脱情景化的前提，从情景化状态摆脱出来，是投资人开发投资潜能的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




## 一、情景化的生成机制

情景化对个体心理和行为的巨大影响表现为，首先，它能够将环境整体的显性意识转化为其中个体的潜意识，使个体自觉与环境整体保持一致；其次，它使个体丧失独立决策能力；最后，即使个体发现整体行为存在错误，自己也很难主动脱离整体而选择自己认为正确的行为。

上述影响是情景化的趋同效应带来的。所谓情景化的趋同效应，是指个体的思维和行为追随群体思维和行为的现象。

情景化在许多情况下有利于形成组织的共同利益，有利于维护组织秩序，有利于个体对组织共同信仰的坚持、对组织的忠诚等。然而，情景化在通过强化整体意识和整体价值维护组织利益的同时，削弱甚至消灭了个体意识和个体价值，当个体需要自己独立决策时，得不到自己独立意识和行为的支持，并常常因此而遭受损失。

那么，是什么造成了情景化效应呢？情景化的外化机制是人们生存形式的组织化，大到宗教、国家、民族，小到职场、乡邻、家庭等。人们被置于各种组织化的情景之中，而且组织不仅包括各种正式组织，还包括各种非正式组织。组织具有认同和惩罚的恩威并施的能力，诱惑或强迫个体趋同于组织的结果，原本受独立性主导的个体在组织中逐步演化成由组织共同性主导的个体。也就是说，从生物形态上看，个体是独立的存在状态；但从意识上看，个体在特定的情景中逐步丧失了独立性，成为组织意识的载体。

人们常常谈到的自我价值这个概念，虽然对价值用了“自我”一词加以界定，但是，价值的实质既不是个体所需要的本能价值，也不是人们摆脱了世俗世界的“超我”价值，而是以个体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所属的组织利益为最高标准的社会价值，与其称为自我价值，不如称为情景价值。

情景化的内化机制与人们的行为习惯有关。这里所说的习惯是指，人们面临问题时倾向于选择简单固定的方法去解决。通常，人们思考和行为的方法有因袭法、常识法、权威法、思辨法以及科学方法。其中的科学方法，是揭示事物客观联系最可靠的方法。但是，除专业人员对本专业领域的现象或事物能够持续采用科学方法进行研究之外，人们在日常思考问题以及决策时，并不习惯于使用科学方法，而是采用其他一些简单方法，久而久之，最终形成了“随大流”的思考和决策的习惯。

## 二、情景化在投资中所导致的问题

为什么情景化效应在股票投资上会成为人们进行正确选择的重要障碍呢?

首先，情景化对投资的一个负面影响是，它可能使投资人丧失独立行动的能力，而股票投资又恰恰特别需要独立行动的能力。

股票投资是一种间接投资方式，投资人的盈利模式，既不是投资人之间博弈获利的竞争模式，也不是全部投资人一致行动、买卖相同股票获益的共享模式。股票投资是独立于其他投资人通过选择股票背后的企业而获益的选择模式。

投资股票是否盈利，决定于投资人是否具备投资股票的系统方法，以及坚持使用好方法的能力。做到这些，要求个体投资人具备独立于其他投资人的能力，包括观念独立、决策独立等。而情景化恰恰使个体丧失了独立思考和独立行动的能力。

其次，情景化造成的“自我欺骗”现象，会强烈干扰投资人的理性思维和行为选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市中的自我欺骗现象包括一些炒家用来欺骗其他投资人的信息反过来欺骗炒家自身的现象。与此相关的一个故事是：阿尔卑斯山某处居住着少有的几户人家，此处过往行人也不是很多。某一天理发店中仅有的一个新来的理发师实在无聊，想出了一个自认为幽默的故事。此后，偶尔光顾小店的客人问到理发的人为什么如此之少时，理发师便会告诉客人他已被告知附近的火山不久就会爆发。这位理发师开始讲这个故事时，人们多会付之一笑，因为那些客人并没有收到过火山将要爆发的正式消息。当光顾理发店的客人越来越少时，理发师开始向周围的人打听人越来越少的原因，当他得知是因为附近的火山不久要爆发的消息导致客人减少时，便不再多想卷铺盖而去。

本杰明·格雷厄姆也曾讲过一个与此相关的寓言故事：石油大亨死后“升天”，在“天堂”的门口被看门人圣·彼得拦住。彼得说，论资历你是有资格进入“天堂”的，遗憾的是，现在“天堂”已经人满为患，没有空位，只好委屈石油大亨去“地狱”了。石油大亨说，我走以前可不可以向“天堂”里说句话，彼得同意了，于是石油大亨对着“天堂”里大喊一声：“‘地狱’里发现石油了！”话音刚落，里面的人蜂拥而出，疯狂冲向“地狱”，圣·彼得吃惊之余恭请这位石油大亨进“天堂”，哪承想，石油大亨迟疑了一下转身而去——“保不准‘地狱’真的发现石油了”。

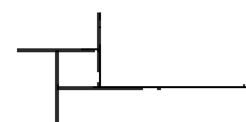
不论是想开玩笑的理发师，还是想欺骗别人的石油大亨，最后都落得自我欺骗的结局。对他们而言，最初的信息由哪里而来，他们一清二楚，为什么偏偏又会相信假信息？这是深藏在人们内心的情景化趋同的潜意识决定了他们的选择。

当股票市场中的炒家用来欺骗别人的信息被炒家自己深信不疑的时候，不断传出的“信息”将会出现多大的失真便可想而知。如果投资人缺乏对情景化负效应的警惕，难免不受其干扰。

最后，情景化可能导致集体非理性，而其中的个体却浑然不知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特曾用旅鼠的成群自杀来比喻投资人“随大流”的盲目性。

旅鼠，顾名思义，就是经常过着“旅行”生活的老鼠，它们分布在北美和欧亚大陆的北极地区，由于繁殖力极强，旅鼠的数量增长极快，几年内就会发生数量“爆炸”：约为原种群的 100～1 000 倍。为了解决食物和活动空间的极度短缺，它们不得不集体迁徙。迁徙途中旅鼠会突然大量死亡。在悬崖下、河流中以及大海里都能发现难以计数的旅鼠尸体，旅鼠的兴衰现象大约每 4 年为一个周期。

以前人们普遍认为，这是旅鼠为了种族的延续而采取的“悲壮”举动，那就是集体自杀，为后代留下足够的食物和空间。

芬兰赫尔辛基大学的奥利佛・吉尔格及德国弗赖堡大学的贝诺伊特・西特勒发表的研究成果证明，旅鼠突然大量死亡，完全是因为盲从导致的“意外”。成千上万只旅鼠组成一个大的集体，为了尽快找到合适的生存地，它们日夜不停地行进，当来到了一个陌生的环境比如在遇到悬崖时，前面的旅鼠由于慌不择路而跳了下去，而紧随其后的旅鼠并不知道前面的险情，即使知道也无法回避，因为后面还有大量的旅鼠蜂拥而至，推着它们一同跳下去。再比如，当遇到河流时，旅鼠们试图游过去，结果纷纷被淹死。它们的目的是寻找出路，而不是有意自杀，在很多情况下，它们是主动选择了“自杀”。

巴菲特指出，投资中的“旅鼠行为”就是“无意识地模仿同类行为的倾向，无论这样的模仿是多么的愚蠢”。美国的一位基金经理曾在《华尔街日报》上撰文提出：“机构投资人是群居的动物，我们观察相同的指标，聆听相同的预测，像旅鼠一样，我们往往在同一时间向相同的方向迁徙。”

情景化之下的个体，本来是想选择更好的求生之路，但结果却可能是难以摆脱所在群体的一次次集体非理性。当机构以及个人炒股者像旅鼠一样盲目地跟随市场追涨杀跌时，他们常常不再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反思究竟为什么要这样做，他们也忘记了因为盲从而遭受损失的投资前辈。

## 三、成为摆脱情景化的成功投资人

在其他情况下并非一定有害的情景化，在股票市场却是贻害无穷，而且它危害的不仅是某一个投资人，而是有可能导致整个市场参与者的集体非理性。要成为一个成功的投资人，就要锻炼摆脱情景化影响的能力。发现自己投资能力的关键因素之一，就是知道自己已经树立了摆脱情景化的意识，并能在投资实践中做到与情景化的市场行为保持距离。

那么，怎样才能摆脱情景化的影响呢？

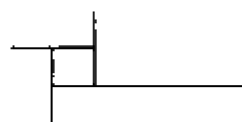
首先，用开放性思维透视股票投资盈利模式的客观性，并用开放性思维透视为什么股票投资人可以摆脱情景化的束缚。

投资人应该了解到，投资股票盈利的源泉是股票市场之外的企业创造的利润，而不是股票买卖双方博弈价格的结果。

从长期看，股票买卖双方博弈价格，对股票投资人整体并没有带来什么好处，短期在价格上的你输我赢也并没有增加他们之间的价值总值。而且，由于博弈价格导致的频繁交易，使买卖双方本该从企业盈利中获得的收益不断减少，这种价格博弈，非但没有增加投资人所获价值的总量，反而可能减少他们的收益。同样，在股票买卖上的“合作”，也无益于整体买卖的收益，例如，尽管机构投资人或尽管基金经理们愿意采取一致买卖的行动策略，但市场总是“牛市”、“熊市”交替变化。市场价格长期下降时，他们会选择所谓的防御性股票；股市上涨时，他们会选择所谓的进攻性股票。但不管是他们根据市场价格变化选择股票，还是他们选择股票的行为影响了市场的短期变化，最终都会由于税费成本的增加而导致收益减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





归根结底，能够获得长期投资收益的投资人，常常是那些不参与其他股票买卖人之间的竞争或合作而只是专注投资好企业的投资人。

为了摆脱情景化的影响，投资人应该认识到股票市场开放性的客观事实，同时也应该认识到，自己可以用开放的态度选择自身的行为。表面上看去，股票市场似乎和生活中的一个个组织例如家庭、幼儿园、学校、职场等相同，但由于其开放性，股票市场不再仅仅是你和其他投资人的共同组织。如果你坚持购买好企业，那么，其他投资人既不能诱惑你，也不能惩罚你。

其次，股票市场情景化的制度安排，并不是实践大数投资的障碍。

例如，监管者由于某种原因让盈利一般的企业以几十倍高的市盈率发行，或者以遏制市场炒作的名义让券商创设没有一分价值的权证在市场上交易。对诸如此类的荒唐行为，你只要采取不参与的态度，所谓问题或难题对你就如同不存在一样。

这个市场不管有什么样的制度规定，它都不像其他一些组织那样，拥有强迫其成员服从的权力。换言之，权力在投资人自己的手中，你既拥有投资好企业的权力，也拥有拒绝坏企业或坏价格的权力。

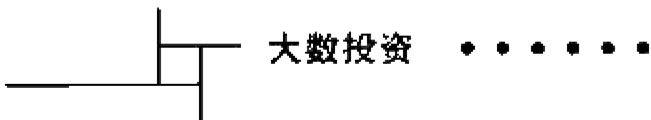
当人们置身于股票市场这个开放性组织中时，尽管视股票市场为封闭系统的炒股者以堂而皇之的理由炒来炒去，但是，实践大数投资的投资人却完全可以潜下心来，专注于拟合投资全部上市公司。

最后，摆脱情景化的影响需要投资人具备角色的转换能力。

通常，除了在股票市场投资之外，在其他情况下，每个人仍然置身于不同的组织中。组织的制度安排对维持组织运行是有效的，因为任何组织都会以诱惑和惩罚措施约束进入组织中的成员。

所谓的角色转换能力是指，投资人来到股市时，要采取开放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




性、非组织化的思维方式，而在其他组织中，则要将思维方式转换为维持组织运行的思维。

如果人们能够意识到并摆脱情景化对自己心理和行为的影响，剩下的对天然投机性的克服就变得相对容易，因为投机性并没有组织那种强迫力量迫使投资人服从，投机性来自于人的自身，如果连情景化的强力人们都可以抵挡，天生的投机性自然能够得到遏制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 参考文献

1. [英] 弗里得里希·奥古斯特·冯·哈耶克著，王明毅等译．通往奴役之路．北京：中国社会科学出版社，1997

2. 王晓林．证伪之维——重读波普尔．成都：四川人民出版社，1998

3. [美] 本杰明·格雷厄姆，戴维·多德著，邱巍等译．证券分析．海口：海南出版社，1999

4. [美] 本杰明·格雷厄姆著，王大勇，包文彬译．聪明的投资者——关于证券的实用指导书．南京：江苏人民出版社，1999

5. [美] 乔治·索罗斯著，王宇译．开放社会——改革全球资本主义．北京：商务印书馆，2001

6. [美] 约翰·C·鲍格尔著，王晓峰译．共同基金常识．上海：百家出版社，2001

7. [美] 彼得·林奇著，骆玉鼎等译．战胜华尔街．上海：上海财经大学出版社，2002

8. [美] 伯顿·麦基尔著，骆玉鼎，彭晗等译．漫步华尔街．上海：上海财经大学出版社，2002

9. [美] 提摩西·维克著，李东，张戎译．不战而胜——价值投资法．上海：百家出版社，2002

10. [美] 迈克尔·波特著，高登第，李明轩译．竞争论．北京：中信出版社，2003

11. [美] T. 帕森斯著，张明德，夏遇南，彭刚译．社会行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动的结构．上海：译林出版社，2003

12. ［挪威］拉斯·特维德著，周为群译校．金融心理学．北京：中国人民大学出版社，2003

13. ［英］理查德·西蒙斯著，孙大威译．巴菲特经典投资案例——投资者操作手册．北京：中国财政经济出版社，2003

14. 波涛著．证券投资理论与证券投资战略适用性分析．北京：经济管理出版社，2003

15. ［美］沃伦·巴菲特著，劳伦斯·A·坎宁安编，陈鑫译，巴菲特致股东的信．北京：机械工业出版社，2004

16. ［德］乔齐姆·高德伯格，鲁狄格·冯·尼采，赵英军译．行为金融．北京：中国人民大学出版社，2004

17. ［美］约翰·R·诺夫辛格著．投资心理学．北京：中信出版社，2004

18. ［美］马克·布拉特，谢里丹·迪特曼著，王琪琼等译．资本市场与公司战略．北京：中信出版社，2004

19. ［美］罗伯特·J·希勒著，廖理，范文仲，夏乐译．非理性繁荣．北京：中国人民大学出版社，2004

20. ［美］欧内斯特·内格尔著，徐向东译．科学的结构．上海：上海译文出版社，2005

21. ［澳］马克·泰尔著，乔江涛译．巴菲特与索罗斯的投资习惯．北京：中信出版社，2005

22. ［法］古斯塔夫·勒庞著，冯克利译．乌合之众．北京：中央编译出版社，2005

23. ［美］约翰·S·戈登著，祈斌译．伟大的博弈．北京：中信出版社，2005

24. ［美］高奇著，王义豹译．科学方法实践．北京：清华大学出版社，2005

25. ［美］帕特·多尔西著，司福连，刘静译．股市真规则．北京：中信出版社，2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



26. [美] 杰克·施瓦格著，张帅译．股市奇才．海口：海南出版社，2006

27. [美] 杰里米·J·西格尔著，李月平等译．投资者的未来．北京：机械工业出版社，2006

28. [美] 阿尔文·托夫勒，海蒂·托夫勒著，吴文忠，刘微译．财富的革命．北京：中信出版社，2006

29. [美] 肯·威尔伯著，许金声等译．万物简史．北京：中国人民大学出版社，2006

30. [美] 纳西姆·塔勒布著，盛逢时译．随机致富的傻瓜．北京：中信出版社，2007

31. [美] 伊曼纽尔·德曼著，张戬译．宽容人生——华尔街的数量金融大师．北京：中信出版社，2007

32. [美] 彼得·林奇，约翰·罗瑟查德尔著，刘建位，徐晓杰译．彼得·林奇的成功投资．北京：机械工业出版社，2007 年

33. [英] 菲利普·鲍尔著，暴永宁译．预知社会．北京：当代中国出版社，2007

34. 齐东平著．投资企业法——股市安全投资指南．北京：经济日报出版社，2008

35. [英] 詹姆斯·莫顿著，杨晴川译．巅峰投资家．北京：中央编译出版社，2008

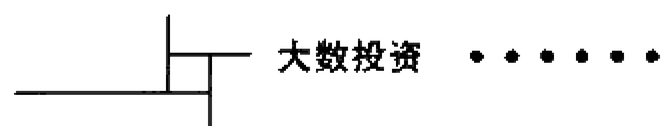
36. [美] 纳西姆·塔勒布著，万丹译．黑天鹅．北京：中信出版社，2008

37. [美] 戴维·迈尔斯著，章崇会译．直觉——你所不知的潜力与危害．北京：中国人民大学出版社，2008

38. [美] 查尔斯·布兰帝著，徐艳芳译．今日价值投资．北京：中国青年出版社，2008

39. [美] 迈克尔·舍默著，闾佳译．当经济学遇上生物学和心理学．北京：中国人民大学出版社，2009

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




40. [美] 乔治·索罗斯著，宋嘉译．超越金融——索罗斯的哲学．北京：中信出版社，2010

41. [美] 查尔斯·艾利斯著，王茜，笃恒译．赢得输家的游戏．北京：机械工业出版社，2010

42. [英] 安东尼·波顿著，寇彻译．安东尼·波顿的成功投资．北京：机械工业出版社，2010

43. [美] 劳伦·C·邓普顿，斯科特·菲利普斯著，杨晓红译．邓普顿教你逆向投资．北京：中信出版社，2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 后　记

当我校订完准备交付出版社的书稿后，喜悦油然而生，想到今后有更多的人可能因本书而受益，心里感到踏实和宽慰。

2007 年 8 月，正值学校暑假期间，本人写完《投资企业法》一书，系统介绍了通过购买股票投资企业的方法，该书由经济日报出报社出版后一直作为我在中国人民大学教授相关课程的教材使用。根据教学反馈意见，我不断修改该投资方法的表述，并于 2011 年年初做出重写该书的计划，国庆节期间完成了最后的写作，根据重新表述该投资方法的原理将书名确定为《大数投资》。

前后两次写书介绍如何拟合投资全部上市公司的投资方法，恰遇中国完全不同的证券市场环境。2007 年撰写书稿时，股市连续两年上涨，而 2011 年则相反，股市连续两年下跌。令人甚感欣慰的是，运用大数投资方法对股市涨跌都能自如应对，其原理并不是因为这种方法中有能预测市场涨跌的功能，而是因为这种方法并不需要对市场未来波动趋势进行预测，在股市波动中只要根据涨跌后的估值情况进行逆向操作即可。以投资全部上市公司为基础构建投资组合并坚持长期投资，完全可应对股市的涨跌波动，股市持续上升时应将估值较高的股票部分卖出，而股市下跌时应将估值较低的股票买进，这样股市涨跌都可做到较低估值构建投资组合，长期而言不但不担心股市波动而且通过较低成本操作获得整体投资上市公司的更好投资收益。

2007 年 8 月，我在上一次所出书稿的后记中，提示投资人卖出严重高估的股票，现摘录其中部分内容以便读者联系历史事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



去比较检验，当时的后记这样写道："回首自己坚持投资企业法这么多年的实践，我实际体会到了企业投资法的优越之处在于历久弥坚。短期看，这个方法似乎也存在不小的缺陷，股市暴涨时跟不上大势。我所指导的投资在目前大家正在经历的沪深股票市场暴涨的行情中也没能跟上指数的涨幅，一些在价值低估时买进、按估值标准严重高估时卖出的股票，有些仍在疯涨，由于在股市上涨过程中不断减持一些严重高估的股票，收益率与大市相比打了一些折扣。当然，这样的结果已在预料之中，在股市暴涨中，秉持企业投资法短期可能会输掉大市，但是，正因为如此，也不必担心接下来的暴跌。长期无风险的、复利效应的收益才是运用这个方法所期待的目标。"如果读者稍稍留意一下 2008 年沪深股市暴跌的情况不难理解其中的道理。

这样提示并非出于对股市后来下跌的准确预测，而是按照投资方法，企业股票高估时不宜再投资，而且在企业股票严重高估时应顺势卖出部分股票将所配置组合投资的成本降到较低水平。2007 年 10 月 16 日，沪深股市疯涨到历史最高水平，上海证券市场股票指数上涨到 6 124.04 点，紧接着沪深市场暴跌，一年后的 2008 年 10 月沪市跌到 1 664 点，表面上看是股指毫无规则的波动，但只要注意到沪深市场 6 000 多点时，市净率大于 7 倍的事实，也就是全部上市公司平均 1 元净资产价格超过 7 元的情况，并不难理解其后股市下跌的道理。

当本书稿最后编校完成时，时间转至 2011 年 12 月中旬，此时股市的估值水平已经再次下降到历史平均估值水平以下，我主张应坚定投资信念，在市场整体估值水平较低时买进那些估值更低的不同行业企业的股票构建长期投资组合，增加资金配置。这正如 2007 年 8 月股价严重高估时主张果断卖出一些股票的道理一样，并非基于能预见股市价格涨跌结果，而是基于市场的估值水平所做的判断。目前沪深证券市场平均估值水平为市净率 1.6 倍左右，也就是全部上市公司平均 1 元净资产价格为 1.6 元左右，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



几近历史最低水平，构建组合后即使股市继续下跌，投资人也不必担心，投资组合企业的净资产与全部上市公司净资产一样，随着企业每年盈利长期必定增长，股价因此最终也必然上涨，而且正因为目前估值水平较低，所购建投资组合的未来收益水平因此也会相对提高。

以概率抽样方法构建拟合全部上市公司的投资组合，归根结底是组合企业整体能够像全部上市公司一样，随着每年持续盈利净资产持续增长。前后两次写书的4年间，不管沪深股市如何波动，不管国内外经济环境如何变化，包括2008年发生了以美国为发端的全球次贷危机，最近又发生了欧债、美债危机等威胁全球经济的各种不确定风险，但沪深全部上市公司持续保持了较好的盈利水平，净资产收益水平超过长期年均复利12%的平均水平。

人们要获得投资收益而确定投资领域时有各种各样的选择，但作为投资对象本身，唯有企业因能够为社会带来真实而不是虚拟的产品和服务具有价值和增值功能，在现代社会中，全部企业提供了人们生存的基本需求，以投资全部企业的视角投资是对社会终极价值的投资。从这个基本原理理解，投资几近信仰，热爱事业、认同自然规律是投资人的信念所在。

借《大数投资》一书出版之际，再次表达对一些友人的谢意，我的忘年交原联想控股创始人之一李勤先生是近几年来与我讨论投资企业最多的人，他关于中国企业如何在追赶世界企业中成长的体验和分析，加深了我对投资沪深上市公司的客观看法。

中国人民大学工业经济系87级硕士同学是我终身学习和怀有深厚友情的亲密伙伴，我们这一届同学自毕业后每年都有例会交流，已经持续了20余年，讨论我的投资方法也成了例会的内容。其中招商银行信用卡中心总经理刘加隆对事业的持久热情，摩根大通银行中国区总裁责圣林对国际金融的娴熟，中国银行个人金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



融部风险总监刘旭光长年累月的统计分析，银河证券资产管理部投资主管吴春龙持之以恒的专业坚持让我分享到他们的卓越成就。

感谢我的学生们，他们的参与及所提出来的一些针对性的问题都大大促使我更严密构思这个方法。光大保德信基金公司的研究员陈南荣、中邮基金的研究员吴剑奴为本书做了大量基础工作，参与了相关统计分析讨论，尤其是陈南荣制作了本书的多份统计图表，我对二位的辛勤工作不胜感谢。

感谢中国人民大学商学院的师生们，各部门管理团队的敬业精神也令我本人愉快地投入到所教授的课程中，我所在的财务与金融系几位教授持续对这个方法的完善给予理论和实践两方面的支持，那些来自实际部门的学员们从切身实践所总结的经验不断给我启发，所提出的意见不断促成我对投资方法的完善。

感谢爱好体育活动和爱好旅行的伙伴们，沉浸在运动和自然之中常常让我体验到顺其自然甚至忘我的感觉，这些简单的身体力行的实践总是带来无穷无尽的乐趣，也给我审视投资方法带来意想不到的启迪。

感谢我生命旅程中出现的每一个人，一切因你们如此美好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 大数投资

Critical Investing

本书从投资与实体经济整体及其增长的关联中找到了投资整体上市公司的逻辑。如何通过概率抽样选择组合配置中的企业？如何根据合理估值标准确定所投资企业的价格基准？如何通过投资策略和交易法则优化投资收益？本书均给出了具体答案。

大数投资是作者17年投资实践和理论研究所得，既为初涉投资上市公司的投资人提出了一套完整的投资方法，也为有投资经验和研究兴趣的人士提供了深入研究和优化投资的思路。按照这种方法投资，投资人能够在安全稳定的基础上获得长期令人惊喜的复利收益。



上架指导 证券投资
ISBN 978-7-300-15429-9
9 787300 154299

● 人大经管图书在线：www.rdjg.com.cn
● 读者信箱：rdcbsjg@crup.com.cn

ISBN 978-7-300-15429-9

定价：32.00元